HONG KONG MONETARY AUTHORITY
香港金融管理局

貨幣與金融穩定情況半年度報告

2019年3月

本報告分析2018年8月底至2019年2月底期間的統計資料。

貨幣與金融穩定情況半年度報告
2019年3月

目錄

1. 概論

全球經濟保持增長，但因貿易摩擦持續、金融狀況收緊以及其他特殊及週期性阻力令不明朗因素增加，增長勢頭有所減弱。美聯儲調整其貨幣政策立場，強調決策將「視乎數據而定」及需要「耐性」，令投資者排除了再次加息的可能性。然而，金融市場可能會對往後公布的數據更敏感，尤其是可能會促使貨幣政策收緊的數據，例如美國通脹上漲等。

香港方面，儘管港元在三月份觸發了弱方兌換保證，但港元交易繼續暢順有序。2018年下半年，貸款總額增長輕微收窄，反映在中美貿易衝突持續及全球經濟增長減緩等阻力下，信貸需求有所減低。住宅物業市場於2018年下半年亦有所降溫，成交量顯著下跌以及樓價回落，其後於2019年年初有回穩跡象。

展望未來，香港銀行業因外圍環境的不明朗因素增加而面臨多重阻力。若這些不明朗因素加劇並長期持續，可能會顯著抑制營商信心及信貸需求，從而對銀行的盈利構成下行壓力。鑑於企業槓桿水平持續上升，銀行應審慎評估外圍環境可能轉差，對其相關公司貸款的信貸風險所造成的影響。

外圍環境

2018年下半年，全球經濟保持增長。然而，雖然美國經濟穩健增長，但其他地區的增長勢頭則減緩。在先進經濟體當中，日本及多個主要歐元區國家增速放慢，通脹低企。全球貿易往來減速，油價顯著下跌，均對新興市場經濟體構成週期性阻力。鑑於全球增長勢頭減緩，國際貨幣基金組織於1月將2019年及2020年的全球增長預測較2018年10月的預測分別調低0.2及0.1個百分點。

由於增長前景轉淡及貿易摩擦升溫，全球股票市場於2018年底大幅波動。美國國債收益率曲線趨平至自全球金融危機以來未見的水平，引發市場擔憂美國即將面臨衰退。然而，美國經濟基本面仍然穩健，在短期內發生衰退的可能性很低。

儘管如此，但全球經濟前景仍充滿不明朗因素。美國方面，雖然通脹溫和給予美聯儲暫停加息的空間，但美聯儲的政策傾向於視乎數據而定，亦預示金融市場可能對往後公布的數據更敏感，尤其是美國通脹上漲

等可能會促使貨幣政策收緊的數據。與此同時，美國與中國以及美國與歐盟的貿易談判結果尚不明朗。英國方面，避免「硬脫歐」的方案能否實現仍為未知之數。

東亞方面[1]，由於美元升勢放緩及市場預期美聯儲暫停加息，令金融市場已企穩，但外圍環境惡化或會拖累區內的經濟增長。事實上，全球貿易增長勢頭減弱已拖累多個東亞經濟體的經濟增長，而通脹壓力亦已減弱。這轉變雖然可緩解區內央行在取決支持增長和遏抑通脹之間的政策兩難，但區內部份國家的私營機構高負債等金融失衡問題仍然嚴峻。而專題1（第16頁）詳述，東亞區內另一項正面對的挑戰是若美聯儲的貨幣政策發生不如預期的變化，其所造成的衝擊可能波及新興市場經濟體（包括東亞經濟體）的主權債券市場。

中國內地方面，由於外圍環境不確定性因素增加及國內需求略為放緩，2018年下半年增長進一步減緩。展望將來，在中美貿易談判仍未有結果的情況下，經濟前景仍不明朗。由於影子融資活動顯著收縮，導致私營企業（尤其小型公司）過去數季面臨的融資困難有所增加，加上經濟信心轉弱，亦可能會對商業活動構成壓力。在這具挑戰性的經濟環境中，政策制訂者須繼續透過採取寬鬆但定向的措施（例如定向降準），在穩定經濟及防控潛在系統性風險之間達致平衡。與此同時，當局亦採取更多供給側措施以提升生產力增長（例如促進不同所有制公司之間的競爭），以及為個人提供更好的社會保障網。2019年的官方增長目標亦從2018年的6.5%左右調低至6.0至6.5%的區間。

2018年，避險情緒主導了內地金融市場。銀行資產質素亦於回顧期內略為惡化，而上市非金融公司的槓桿水平則輕微上升。然而，銀行貸款減值撥備於2018年下半年進一步增加，其表外理財產品的風險敞口亦繼續下降，這兩項發展均有助於保護銀行體系受到潛在的信貸質素惡化所影響。另一正面發展是產能過剩行業—銀行信貸風險的其中一個主要來源—上市公司的槓桿水平在2018年首三季進一步下降。專題2（第32頁）深入分析促使產能過剩行業近期業務表現改善的因素。

本港經濟

與2018年上半年相比，香港的經濟活動於下半年有所回軟。本地生產總值環比增速停滯，按年增長亦放緩，拖累全年經濟增長由2017年的3.8%減慢至2018年的3.0%。

經濟活動轉弱主要因為消費及出口受中美貿易衝突的直接或間接影響所拖累。私人消費增速放緩，或反映經濟不明朗因素增加以及本地資產價格調整帶來的財富減值效應。外圍方面，香港的貨物出口表現亦轉

[1] 於本報告中，東亞指七個經濟體：印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓、台灣及泰國。

差，於第4季中美兩國落實徵收額外關稅後尤甚。專題3更仔細地審視中美貿易衝突對香港貨物貿易表現的影響，並會探討短期前景及其相關風險。

主要由於全球經濟增長放緩，預期2019年經濟增長會進一步減慢。在多重因素相互影響下，預計香港的出口表現仍會受壓。本地方面，在失業率低企及家庭收入增加的情況下，預料私人消費仍可繼續支撐經濟增長，但整體投資開支的前景或會變得更加不明朗。政府預測2019年實質本地生產總值增長介乎2至3%，而私營機構分析師的最新增長預測平均為2.3%。這些預測受到上文所述的多項不明朗因素及風險影響。

本地通脹於2018年下半年輕微上升，卻仍處於溫和水平。通脹稍升部分受早前新簽訂的本地私人住宅租金增長所影響。與此同時，雖然失業率仍低企於2.8%，是20多年來的最低水平，但整體就業人數增長卻出現放緩跡象。展望未來，隨着本地經濟增長動力減弱，2019年本地通脹壓力料會保持溫和。

貨幣狀況及資金流動

繼弱方兌換保證於8月下旬被觸發後，港元匯率偏離7.8500，並在7.8062至7.8499之間上落，直至2019年3月弱方兌換保證再次被觸發共四次（截至3月19日）[2]。港元匯率於9月及11月上升，部分反映在流動性收緊下，套息交易平倉。踏入2019年，部分由於套息交易持倉重新建立，港元兌美元下跌。儘管弱方兌換保證於3月再度被觸發，港元交易繼續暢順有序。由於弱方兌換保證被觸發，總結餘稍為下降至709億港元（截至3月19日）。

港元銀行同業拆息於2018年下半年大致上升，主要反映美國加息的預期。與2018年6月時相比，3個月及12個月香港銀行同業拆息分別上升約30個基點至12月的2.32%及2.74%（按月平均計）。進入2019年，由於季節性需求減退，港元銀行同業拆息整體下跌。衡量零售銀行平均港元融資成本的綜合利率由2018年6月底的0.62%上升至2019年1月底的0.83%。鑑於融資成本上升，繼9月底美國聯邦基金利率目標範圍上調後，零售銀行將其最優惠貸款利率提高12.5至25.0個基點。於2019年1月底，新造按揭平均貸款利率跟隨最優惠貸款利率上升至約2.45%。

由於與中美貿易摩擦及英國脫歐談判有關的不明朗因素持續，資金流的波動或會加劇。此外，港元與美元利率之間顯著的負息差或會刺激套利交易活動，引致資金外流。在此情況下，資金外流與弱方兌換保證可能被觸發都是聯繫匯率制度下的正常運作。

[2] 以收市匯率為基準。

自2018年年初以來，由於市場擔憂中美貿易摩擦升級，離岸人民幣和在岸人民幣匯率均有貶值壓力。然而，在中美已恢復高層貿易談判而帶動的樂觀情緒下，離岸人民幣和在岸人民幣匯率於11月回穩。儘管中美貿易摩擦仍然持續，但至今尚未對離岸銀行同業市場的資金狀況構成顯著影響。隔夜離岸人民幣香港銀行同業拆息於2018年大部分時間低於4%，而3個月離岸人民幣拆息則徘徊於4%左右。與此同時，香港的離岸人民幣資金池於下半年穩步擴張，人民幣客戶存款於2018年下半年增長5.2%。人民幣即時支付結算系統的日均成交金額持續處於高位，於2018年進一步上升至人民幣10,101億元。儘管中美貿易摩擦仍有憂慮，但隨著內地的資本帳開放、股票與債券的互聯互通發展以及「一帶一路」與「粵港澳大灣區」倡議下推動的區內經濟合作，預期香港的離岸人民幣業務將會繼續拓展。

資產市場

本地股票市場在過去六個月如過山車般大上大落。在回顧期初段，由於美國貨幣政策持續收緊，中美貿易談判中雙方存在重大分歧，且內地經濟增長轉弱的跡象增加，導致市場大幅下跌。其後，由於美國經濟前景轉弱及趨於不明朗，聯儲局轉向「保持耐性」的貨幣政策立場，與此同時，在貿易戰停火期間，中國採取更多措施減少對美國的貿易順差及對外國投資者開放市場。雖然美國對一間中國電訊公司提出極具政治性的法律起訴，但雙方均展示友好的姿態，表明有決心達成貿易協定。在此背景下，本地股票市場於今年年初急速反彈。然而，隨著雙方討論協定的細節（如有），未來仍相當不明朗，加上美國聯邦政府的起訴的未來發展會使局面變得複雜，高科技領域尤其困難。

港元債務市場去年輕微增長。收益率下跌，而接近年底時，市場對美國貨幣政策正常化步伐放緩的預期增強，令表現改善。因此，債券基金的資金流於下半年逆轉並小幅增加。香港的離岸人民幣市場發行量在連續三年減少後大幅反彈。然而，由於內地公司繼續去槓桿，總發行量仍少於到期債務。展望未來，本地債務市場仍充滿挑戰，其前景取決於全球尤其是內地的經濟發展。

隨着中美出現貿易摩擦、環球股票市場調整以及本地最優惠貸款利率上升，住宅物業市場於2018年下半年出現調整。住宅成交量顯著減少，12月份樓價亦較7月的高位下跌9.0%。然而，置業負擔能力仍然偏緊，樓價與收入比率及收入槓桿比率依然高企。與此同時，非住宅物業的成交量下跌，價格亦出現調整，反映市場有初步回軟的跡象。

二手市場樓價於2019年年初有回穩跡象，而整體成交量亦有所回升，部分原因是更多物業發展商以較過往更具吸引力的價格推出新盤以吸引買家。

由於住宅物業市場受眾多外圍及本地因素所影響，其前景並不明朗。外圍方面，中美貿易摩擦的不確定性將有可能影響市場情緒、經濟前景及金融狀況，使香港的物業市場前景繼續蒙上陰影。本地方面，雖然經濟增長回軟，但就業狀況及收入增長仍大致穩定，或可支持住宅物業的需求。本地利率的走勢在某程度上取決於美國未來的政策利率變動，惟後者走勢並不明確。長遠而言，由於過去數年住宅落成量增加，加上政府致力增加土地及房屋供應，預期房屋供求缺口或會收窄。

銀行業的表現

儘管外圍環境不明朗，但零售銀行於2018年下半年錄得盈利增長，2018年下半年的稅前經營溢利較2017年同期上升14.3%。盈利增長的主要原因是淨利息收入的增幅，遠超過減值撥備及營運開支的增加。因此，資產回報率於2018年下半年上升至1.23%，而2017年同期為1.14%。

銀行的資本狀況，按《巴塞爾協定三》的標準衡量，在架構上屬穩健，且於回顧期內進一步增強。本地註冊認可機構的綜合總資本比率於2018年12月底升至20.3%。與此同時，香港的逆周期緩衝資本比率已設定於2.5%水平，旨在增強銀行抵禦系統風險的能力。認可機構的流動性狀況整體穩健，第1類機構的平均流動性覆蓋比率與第2類機構的平均流動性維持比率於2018年第4季分別上升至167.6%及54.3%。此外，第1類機構的平均穩定資金淨額比率及第2A類機構的平均核心資金比率均遠高於法定最低水平。

2018年全年，貸款增長由2017年的16.1%大幅放緩至4.4%，反映中美貿易衝突持續及全球經濟增長放緩導致信貸需求減低。以半年計，所有認可機構的貸款及墊款總額於2018年下半年輕微收縮0.9%，主要原因是在香港境外使用的貸款減少3%，及本地貸款(包括在香港境內使用的貸款及貿易融資)增長大幅放緩至0.1%所致。然而，貸款增長於2018年11月以來呈現回穩跡象。按歷史標準衡量，銀行貸款組合的資產質素仍然維持穩健。

為增加我們對香港銀行的中國內地相關貸款信貸風險的了解，專題4(見第73頁)利用在本港上市且向香港銀行舉借銀團貸款的非金融類內地公司進行一項宏觀信貸風險評估。透過評估內地公司的多項主要財務特徵，結果顯示香港銀行業(至少就銀團貸款組合而言)的貸款組合較少涉及風險較高的內地公司。然而，鑑於對內地經濟增長前景的憂慮及與中美貿易談判有關的不明朗因素，銀行應持續審慎管理其內地相關貸款的信貸風險。

短期而言，香港銀行業將面臨多重阻力，包括中美貿易摩擦懸而未決、全球經濟增長放緩、美國貨幣政策收緊週期步伐變得不明朗、以及地緣政治風險。若這些不明朗因素加劇且長期持續，可能會顯著抑制營商信心及信貸需求，從而對銀行的盈利構成下行壓力。此外，鑑於企業槓桿水平持續上升，銀行應審慎評估外圍環境可能轉差對其公司貸款的信貸風險所造成的影響。

*《貨幣與金融穩定情況半年度報告》*由香港金融管理局研究部職員編製。

2. 全球環境及展望

於回顧期內，全球經濟保持增長，但在特殊及週期性阻力共同影響下，增長勢頭有所減弱，當中以美國以外的地區尤其顯著。鑑於增長前景轉淡，美聯儲調整其貨幣政策立場，強調決策將「視乎數據而定」及需要「耐性」，並不再就進一步加息提供前瞻指引。由於美聯儲的政策傾向視乎數據而定，金融市場可能會對往後公布的數據更為敏感，並可能視貨幣政策變得更不確定。與此同時，全球貿易政策不明朗因素及地緣政治風險加劇，可能繼續為全球經濟前景蒙上陰霾。

東亞方面[3]，由於美國加息週期出現減緩跡象，加上美元趨穩，金融市場自2018年年底起已大致穩定。然而，由於外圍環境惡化，即中美貿易衝突懸而未決及先進經濟體增長減弱，區內或會面臨全面放緩。

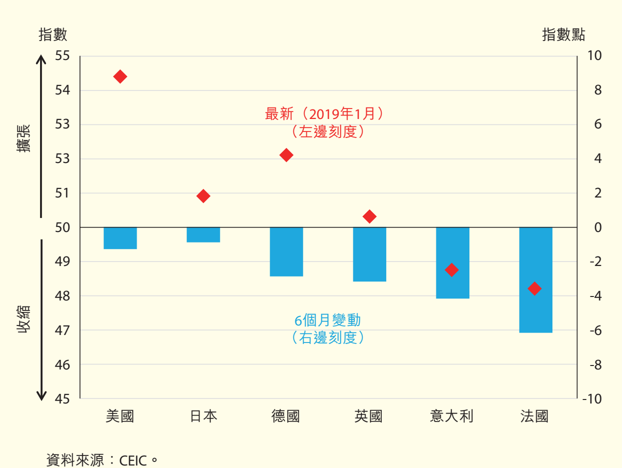
中國內地方面，2018年下半年增長動力進一步放緩，而在中美貿易衝突及小型企業面臨融資困難的情況下，增長前景不確定性有所上升。因此，政策制訂者採取更多定向措施以穩定經濟及支持私營和小型企業。面對這些挑戰，政策制訂者將須在繼續防控系統性風險與支持企業和實體經濟之間取得謹慎的平衡。

2.1 外圍環境

2018年下半年，全球經濟繼續全面增長。然而，雖然美國經濟表現仍整體穩健，但已出現一些放緩的跡象。亦有明顯跡象顯示美國以外地區的增長勢頭有所放緩。一些與特定國家有關的衝擊，包括在日本發生的自然災害、德國實施新的汽車排放標準、意大利國債收益率因與歐盟之間的財政僵局而驟升、以及法國社會動盪，均拖累先進經濟體的經濟活動(圖2.1)。此外，全球進口增長出現週期性放緩，對新興市場經濟體的工業生產構成阻力(圖2.2)。第4季油價急跌，亦對出口大宗商品的新興市場經濟體帶來新的挑戰。鑑於2018年下半年增長勢頭減緩，國際貨幣基金組織於1月將其2019年全球增長預測調低0.2個百分點至3.5%。

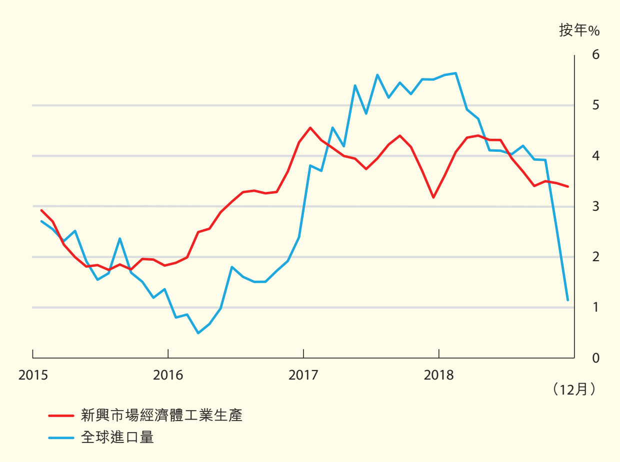
[3] 於本章中，東亞指七個經濟體，即印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓、台灣及泰國。

圖 2.1
部分先進經濟體的綜合採購經理指數



資料來源：CEIC。

圖 2.2
全球進口量及新興市場經濟體的工業生產



註：所示數據為3個月移動平均值。
資料來源：荷蘭經濟政策分析局(CPB)。

於第4季，因全球增長勢頭放緩，貿易政策不明朗因素加劇，市場憂慮美國企業盈利增長能否持續，以及美聯儲表示貨幣政策會繼續收緊的言論，令全球股票市場大幅調整。隨着金融市場情緒惡化，美國國債收益率曲線趨平至自全球金融危機以來未見的水平，引發部分市場參與者擔憂美國即將面臨衰退(圖2.3)。

圖 2.3
10年期及3個月美國國債收益率差距與美國出現衰退的機會率



註： 紐約聯邦儲備銀行基於一個利用10年期及3個月美國國債收益率差距的經濟模型，每個月提供美國經濟在未來12個月陷入衰退的機會率估計。
資料來源：紐約聯邦儲備銀行。

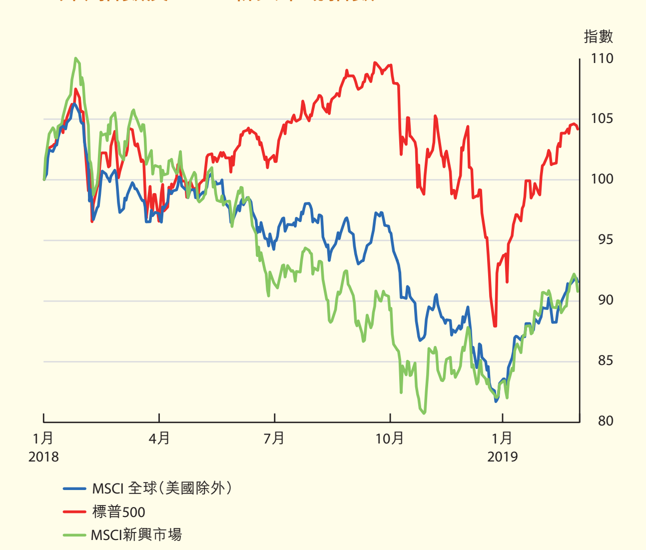
儘管如此，但美國短期內出現衰退的機會甚低。美國經濟基本面仍然穩健，尤其是勞工市場緊絀，預料會繼續支持私人消費。與此同時，估計美國的產出缺口僅在去年才重拾正值，經濟過熱促使美聯儲大幅收緊貨幣政策的可能性較低。[4]

然而，可能考慮到自第4季以來金融狀況大幅收緊，美聯儲高級官員於1月初開始強調貨幣政策將視乎數據而定，並指出通脹壓力溫和讓他們在釐定未來貨幣政策調整時可保持「耐性」。此外，美國聯邦公開市場委員會於1月舉行會議後，不再就進一步加息提供前

[4] 美國國會預算辦公室於1月估計，於2018年第2季，美國的產出缺口自全球金融危機以來首次轉為正值(相當於潛在國內生產總值的+0.3%)，並預期產出缺口將於2019年第3季見頂，達至+0.9%。

瞻指引，並宣布「將考慮經濟及金融狀況變化調整資產負債表正常化的任何細節」。[5]此轉變觸發全球股票市場回升（圖2.4）。

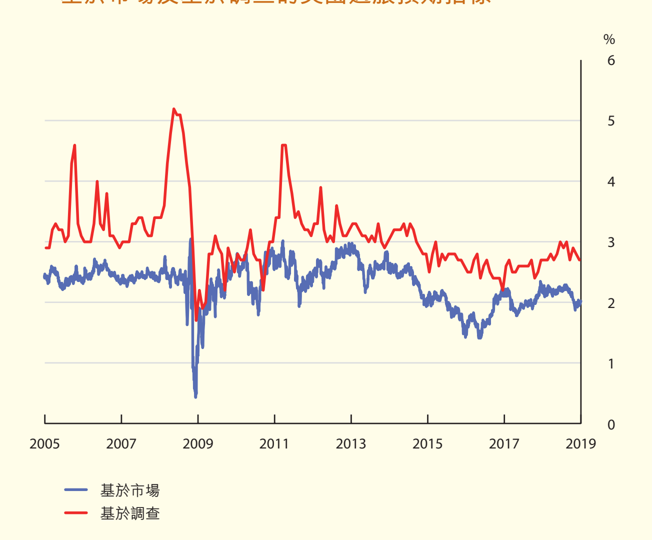
圖2.4
標普500、摩根士丹利資本國際（MSCI）全球（美國除外）指數及MSCI新興市場指數



註：MSCI全球（美國除外）及MSCI新興市場指數分別涵蓋發達經濟體（美國除外）及新興市場經濟體。三個指數的基數均以2018年1月1日訂為100。
資料來源：Datastream。

儘管美聯儲近期發出「鴿派」訊號，但美國貨幣政策前景仍相當不明朗，取決於通脹及其他發展。至今通脹壓力溫和，讓美聯儲有空間逐步推進貨幣正常化。[6]近年來通脹預期維持平穩，支持「可保持耐性」的觀點（圖2.5）。此外，正如美聯儲主席鮑威爾於1月指出，美國經濟前景面臨多重不利因素，包括美國以外地區增長放緩及貿易政策不明朗。鑑於這些發展，美聯儲可能需要採取較審慎的貨幣政策立場。

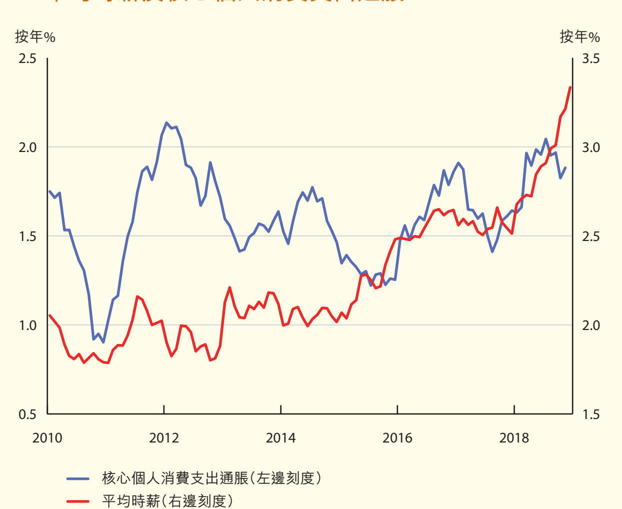
圖2.5
基於市場及基於調查的美國通脹預期指標



註：基於市場的通脹預期指5年、5年遠期通脹預期率，量度自今天起5年後的5年平均預期通脹，由名義及通脹保護國債的收益率計算所得。基於調查的通脹預期指密歇根大學的消費者調查的結果，衡量家庭對未來12個月的價格變動中位數。
資料來源：聖路易斯聯邦儲備銀行。

然而，緊絀的勞工市場料會繼續支持美國整體經濟表現。在此環境下，工資增長可能加速，這通常意味未來通脹或會加劇（圖2.6）。因此，市場基本排除了2019年美聯儲加息的可能性的預期或過於樂觀（圖2.7）。

圖2.6
平均時薪及核心個人消費支出通脹



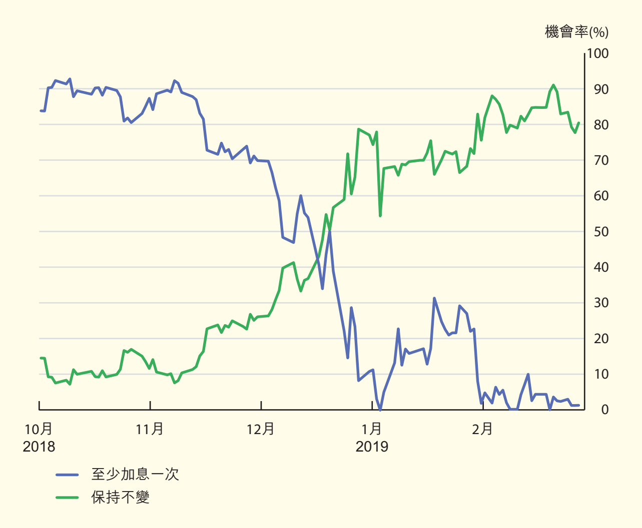
註：平均時薪增長數據為3個月移動平均值。
資料來源：CEIC。

---

[5] 請參閱美聯儲於2019年1月30日刊發的《有關貨幣政策執行與資產負債表正常化的聲明》。

[6] 根據美國聯邦公開市場委員會2018年12月會議的記錄，多位與會者認為「…在通脹壓力低企的環境下，委員會有空間就進一步收緊政策保持耐性」。

圖 2.7
聯邦基金利率目標範圍於 2019 年保持不變與至少加息一次的期貨引伸機會率



註：機會率由聯邦基金期貨合約的價格所引伸。
資料來源：彭博。

總括而言，美聯儲長期暫停加息並非必然。為減少政策錯誤，美聯儲日益強調其決策將視乎數據而定，作為風險管理策略。[7] 據此得出推斷，金融市場可能會對往後公布的數據更敏感，尤其是可能會促使貨幣政策收緊的數據。

其他主要央行的貨幣政策亦不明朗。歐元區方面，歐洲央行於 12 月終止其資產購買計劃，同時繼續將資產購買計劃下已到期證券的全數本金作再投資，並重申至少在 2019 年夏季前保持政策利率不變的前瞻指引。然而，歐洲央行於 1 月下調其短期增長評估，形容增長前景風險已「傾向下行」[8]。歐洲央行此次調低經濟增長評估對貨幣政策的影響仍有待觀察。

日本方面，日本央行在最近的政策會議上表示，在下行風險增加的情況下，在必要時會放鬆其貨幣政策立場。然而，貨幣政策進一步放鬆的阻力可能很大，因其效果受到質疑，且長期維持超低利率環境的弊端日益彰顯，例如由於低收益率持續拖累盈利能力，地區銀行的資本比率已由 2015 年的 10.6% 下跌至 2018 年的 9.7%。因此，日本央行短期內調整貨幣政策的空間非常有限。

除與全球貨幣政策前景有關的不明朗因素外，未來貿易談判結果不明朗及地緣政治風險加劇亦是全球經濟前景面臨的兩大風險來源。美國政府於 12 月初宣布 90 日內不會增加向中國進口貨品徵收的關稅，並在 2 月底再次延長期限，但雙方能否達成長期的貿易協定仍有待觀察。與此同時，美國與歐盟進行的貿易談判在現階段幾無進展。由於這些貿易談判的結果尚不明朗，或會繼續為全球經濟前景蒙上陰霾。

政策及地緣政治風險亦相當突出。美國方面，兩黨就邊境保安撥款出現分歧，導致聯邦政府於 2018 年 12 月底至 2019 年 1 月底停擺 35 日。儘管停擺對經濟增長的影響應該短暫，但特朗普政府與民主黨控制的眾議院之間關係緊張，日後可能會導致更多政策僵局。

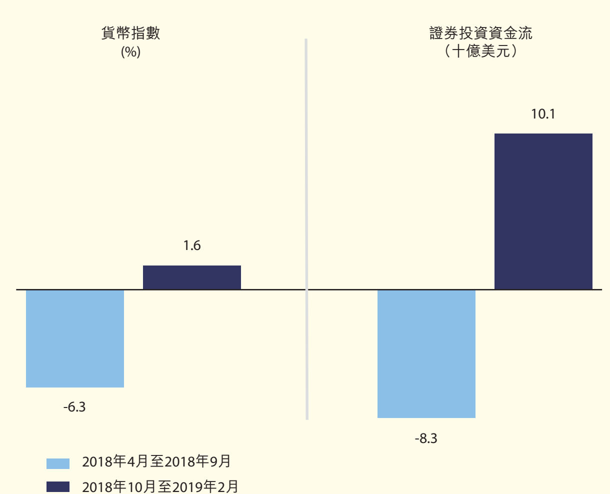
[7] 例如參閱美聯儲主席鮑威爾於 2018 年 8 月 24 日在杰克遜霍爾經濟研討會 (Jackson Hole Symposium) 上發表題為《經濟變動下的貨幣政策》(Monetary Policy in a Changing Economy) 的演講，以及美聯儲副主席克拉里達於 2018 年 11 月 27 日在 The Clearing House and The Bank Policy Institute 的週年會議上發表題為《數據倚賴及美國貨幣政策》(Data Dependence and US Monetary Policy) 的演講。

[8] 另外，歐洲委員會於 2 月將歐元區 2019 年增長預測由 1.9% 調低至 1.3%。

英國方面，文翠珊政府的脱歐議案於1月中旬被壓倒性否決後，與脱歐及其連鎖效應有關的風險驟升，在最後關頭能否制定方案以避免具破壞性的「硬脱歐」仍是未知之數。在其他地方，中東地緣政治局勢緊張，例如美國再度制裁伊朗，亦可能會對油價構成不明朗因素，從而影響全球增長前景。

東亞方面，金融市場於去年首三季反覆波動後，於第4季大致回穩。美元自10月以來趨穩，且有跡象表明美聯儲就進一步加息保持耐心，令東亞經濟體面臨的貨幣貶值及資金外流壓力放緩。區內多種貨幣於第4季兑美元輕微上升，而證券投資資金流回復為淨流入（圖2.8）。

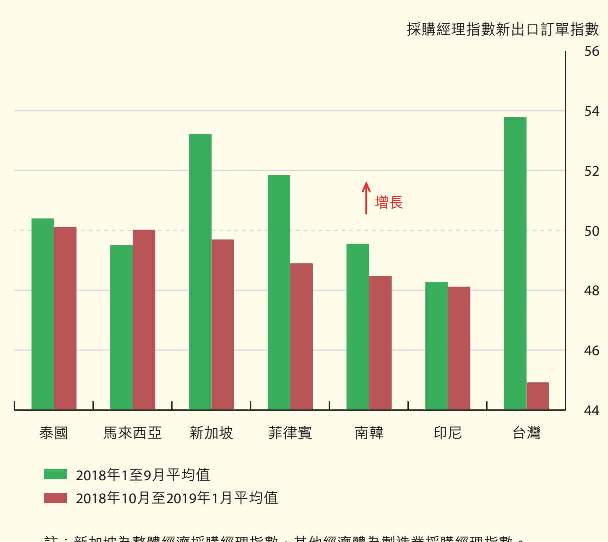
圖2.8
東亞：貨幣指數及資金流



註：貨幣指數為彭博摩根大通亞元指數(ADXY)。
資料來源：CEIC、EPFR及金管局職員計算數字。

儘管金融市場穩定，但越來越多跡象表明區內會面臨全面放緩。由於中美貿易衝突導致全球貿易勢頭減弱，區內出口增長下降，使多數東亞經濟體的實質國內生產總值增長於去年下半年放緩。事實上，多個區內經濟體的採購經理指數之新出口訂單分類指數（反映短期的對外貿易表現）自第4季以來下跌至收縮區域，預示短期增長勢頭可能會進一步放緩（圖2.9）。

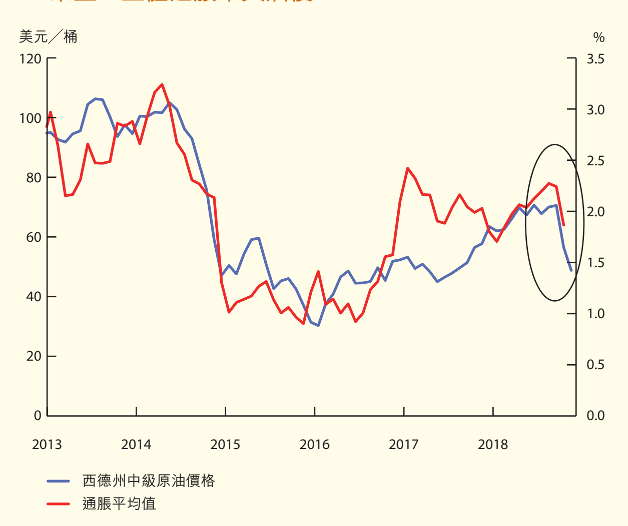
圖2.9
東亞經濟體Markit採購經理指數之新出口訂單指數



註：新加坡為整體經濟採購經理指數，其他經濟體為製造業採購經理指數。
資料來源：CEIC。

在增長放緩的環境下，加上近期油價下跌，東亞的通脹壓力已減低（圖2.10）。

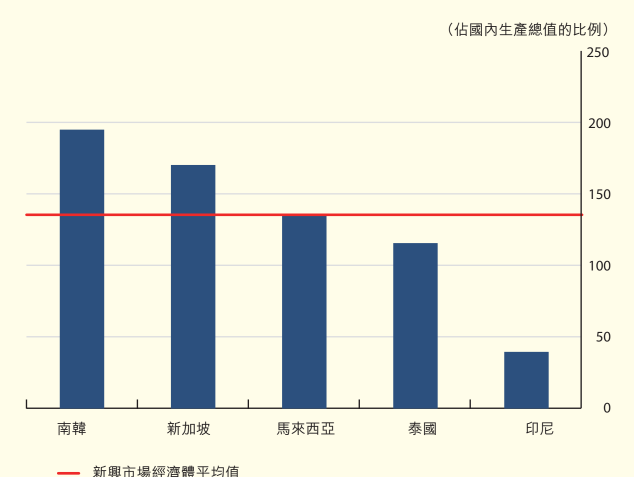
圖 2.10
東亞：整體通脹率與油價



資料來源：彭博、CEIC及金管局職員估計數字。

由於近期通脹壓力及美元上升壓力都較為溫和，東亞央行已沒有迫切的加息需要，這緩解了在促進經濟增長與抑制通脹及資金外流之間取捨的政策兩難。然而，由於部分東亞國家的私營部門負債按新興市場標準衡量仍高企，各央行仍面對金融失衡的挑戰（圖 2.11）。

圖 2.11
東亞對私營非金融部門的信貸（佔國內生產總值的比例）



註：所示數據為2018年第2季數據
資料來源：國際結算銀行。

短期而言，東亞經濟體仍面臨多重阻力。首先，儘管美國與中國內地的貿易談判仍在進行，貿易衝突的結果仍不明朗。由於東亞各地與中國內地的貿易高度相連，而且貿易衝突損害投資者信心，若中美貿易爭端進一步升級，必會令區內的前景轉淡。

其次，美國貨幣政策及美元的未來走勢仍是區內的不明朗因素來源。美聯儲近期的言論表示加息週期暫停，可能會促使大量資金流入區內。視乎通脹及其他發展狀況，加息週期會否於今年稍後重新開始乃主要不明朗因素，若美國加息週期再開始，則會再次對區內的貨幣和金融資產構成壓力並觸發資金流逆轉。事實上，專題1顯示美聯儲的政策衝擊往往會對新興市場經濟體的主權債券產生較大溢出效應，包括由東亞經濟體發行的主權債券。

專題1
主權債券回報的可預測性 — 利用技術交易規則和機器學習所進行的分析

引言[9]

本專題研究了主權債券市場回報的可預測性。理論上，在高效率的市場中，資產的未來價格無法透過分析歷史數據而進行預測，因價格僅會就新資料而變動。因此，若就歷史數據已能預測主權債券的未來價格，或可反映其價格發現的效率較低。由此產生的影響或會對政府和企業的借貸成本以及它們獲取融資的能力，以至整個經濟體的金融狀況有重大啟示。因此，主權債券市場回報的可預測性值得進行密切監察。[10]

我們會按以下兩個主要步驟來檢示主權債券市場回報的可預測性。首先，我們借助監督式機器學習技術，將多項交易規則應用於主權債券市場以縱覽各市場回報的可預測性。交易規則有助於鑑定金融資產價格的趨勢，機器學習技術則有助於解釋複雜的價格動態。其次，本研究亦特別評估了美國貨幣政策對主權債券市場回報可預測性的影響程度。這方面的評估是源於全球市場仍處於美國貨幣政策正常化的過渡過程中，這個過程或會對利率帶來一些可預測的變動，從而令一些對利率敏感的資產例如主權債券的價值出現可預測的趨勢。我們的目標是透過以上兩個步驟來分析美聯儲貨幣政策衝擊對全球主權債券市場的溢出效應。

數據及方法

本研究使用了表B1.1中所列，48個分別來自先進經濟體及新興市場經濟體的主權債券市場指數。這些指數為總回報的形式，包括資本增益、應計利息及收到的任何現金流。樣本區間為2000年1月3日至2017年9月30日。所有時間數列的頻率以每日計算。

在實證分析方面，我們首先進行了一項樣本內分析，以縱覽樣本期內主權債券市場回報的可預測性。具體而言，各主權債券市場的交易規則策略是基於從移動平均數、過濾、支持及阻力位，以及通道突破這四大類交易規則中所選出的27,000項交易規則所指示的買賣訊號（定名為主要交易策略）。[11]然後，我們透過計算主要交易策略相對買入持有策略所得到的額外回報來衡量各個主權債券市場回報的可預測性。[12]當主要交易策略產生較高的額外回報時，我們視為該主權債券市場的回報有較高的可預測性。

[9] 詳情載於Fong及Wu(2019)「Predictability in sovereign bond returns using technical trading rules: Do developed and emerging markets differ?」《香港金融研究中心工作論文》，編號03/2019。

[10] 可預測的市場回報亦可反映資產價格內的風險溢價較高。不過，在文獻中，風險溢價解釋可預測性的程度尚無定論。

[11] 這27,000項交易規則是在考慮類別中各個項目的多個變量以及各個變量的多種可能參數後制定。

[12] 主要交易策略的額外回報按其27,000項規則中各項規則額外回報的簡單平均值計算。

表B1.1：按市場組別劃分的主權債券市場：

市場組別	經濟體
先進經濟體	澳洲、奧地利、比利時、加拿大、丹麥、芬蘭、法國、德國、香港、冰島、愛爾蘭、意大利、日本、盧森堡、荷蘭、新西蘭、挪威、葡萄牙、新加坡、西班牙、瑞典、瑞士、英國、美國
新興亞洲	中國內地、印度、印尼、南韓、馬來西亞、菲律賓、台灣、泰國
其他新興市場經濟體	巴西、智利、捷克共和國、埃及、希臘、匈牙利、墨西哥、摩洛哥、尼日利亞、秘魯、波蘭、俄羅斯、斯洛伐克、斯洛文尼亞、南非、土耳其

除此以外，我們亦運用了一項機器學習算法(單純貝氏分類器)就2017年的樣本數據進行樣本外分析以評估可預測性。本研究使用的機器學習算法可因應不同市場狀況來優化主要交易策略。我們使用的機器學習算法包括三個階段(見圖B1.1)。在第一階段(訓練階段)，算法基於2000年至2015年的樣本區間來學習各交易規則在市場平靜、危機及危機後情況下的歷史表現。[13] 在第二階段(驗證階段)，算法運用2016年的數據來辨識最能夠提高額外回報的市場狀況，再根據交易規則就該市場情況下的歷史表現來優化主要交易策略。[14] 在第三階段(測試階段)，我們利用經過優化的主要交易策略來預測它們於2017年額外回報的潛在改善空間。在此背景下，我們預期在可預測性較高的主權債券市場中，當其主要交易策略獲得優化時，其額外回報會有較明顯的增幅。

圖B1.1：機器學習算法概覽

訓練階段(第1階段)
- 2000年至2015年的數據
- 學習交易規則在市場平靜、危機及危機後情況下所表現的歷史模式

驗證階段(第2階段)
- 2016年的數據
- 透過辨識最能夠提高額外回報的市場狀況，優化主要交易策略

測試階段(第3階段)
- 2017年的數據
- 就經優化的主要交易策略進行樣本外表現測試

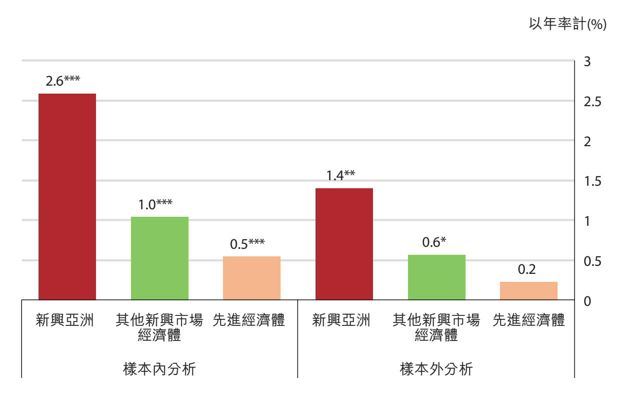
實證證據

實證分析有兩個主要結果。首先，樣本內及樣本外分析均顯示，我們的交易規則策略在新興亞洲主權債券市場所產生的額外回報高於其他經濟體系。圖B1.2顯示了三個市場組別的平均樣本內額外回報(左邊)及樣本外額外回報的增幅(右邊)。樣本內分析顯示，新興亞洲及其他新興市場經濟體的平均額外回報較高，分別為2.6%及1%，而先進經濟體僅為0.5%。樣本外分析中顯示，加入機器學習算法所產生的額外回報高於沒有使用機器學習算法的情況，其中新興亞洲及其他新興市場經濟體的平均增幅分別為1.4%及0.6%，而先進經濟體的增幅則不顯著(0.2%)。

[13] 我們按以下年期來界定該三個不同的市場情況：(i) 2000年至2007年為平靜情況；(ii) 2008年至2013年為危機情況；及(iii) 2014年至2015年為危機後情況。

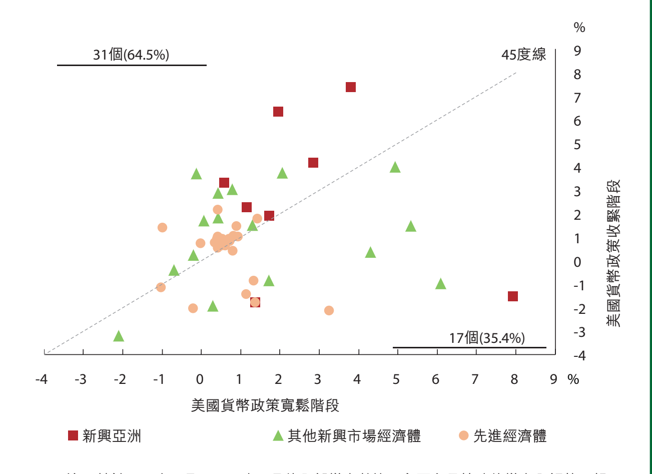
[14] 優化過程提高了產生正額外回報可能性較高的規則的權重，並將額外回報為負數的規則的權重降至零。

圖B1.2：按市場組別劃分交易規則策略所得到的額外回報



註：
(1) 基於2000年1月至2017年9月的全部樣本數據，主要交易策略的樣本內額外回報；
(2) 基於2017年的樣本數據，經機器學習算法優化的主要交易策略的樣本外額外回報增幅；
(3) ***、**及*分別表示統計顯著性為1、5及10%。

圖B1.3：主要交易策略在不同美國貨幣政策週期中的額外回報



註：基於2000年1月至2017年9月的全部樣本數據，主要交易策略的樣本內額外回報。

其次，當美國收緊其貨幣政策時，交易規則策略的額外回報一般較高。圖B1.3為比較主要策交易策略在美國貨幣政策的收緊週期與及寬鬆週期中分別取得的額外回報散點圖。在48個主權債券市場中，約三分之二的市場散佈在45度線（即圖中虛線）的上方，表示這些市場一般在貨幣政策收緊週期內取得較高的額外回報。與新興市場經濟體比較，多數先進經濟體散佈在45度線附近，表明先進經濟體的主權債券市場對美國貨幣週期的敏感度較低。

實證涵義

基於48個先進經濟體及新興市場經濟體的主權債券市場回報的可預測性，我們的分析結果顯示，新興市場經濟體（尤其是新興亞洲）的主權債券市場回報的可預測性較高。相比之下，儘管利用機器學習算法優化我們的交易規則策略，先進經濟體主權債券市場回報的可預測性仍較低。這或反映主權債券市場回報的可預測性與所屬經濟體的基本因素有關，例如市場的開放程度。[15]

我們的分析結果亦表明，美國貨幣政策衝擊對部分新興亞洲經濟體的主權債券市場影響可能較大。這或源於有較多的資金在美國貨幣寬鬆週期時流入這些經濟體，當美國收緊貨幣政策時或會對國際資金流產生不穩定的影響，從而加大金融市場的波動，債券價格對資訊的調整因而減緩。這彰顯這些市場的決策者需要就美國貨幣政策的預期有所變化時所產生的潛在溢出效應採取應對措施。特別是，發展高效的主權債券市場，對主權債券利率較高且頻繁波動的新興市場經濟體至關重要。

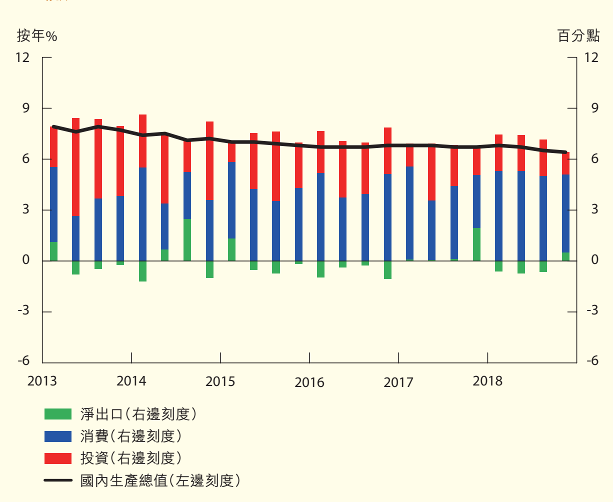
[15] 基於邏輯迴歸分析，Fong及Wu(2019)發現，基本因素較強，例如經濟增長較快，政府效率較高，金融開放度較高及政治風險較低，與根據交易規則策略所量度到的較低可預測性顯著相關。

2.2　中國內地

實體經濟

由於外圍環境不確定性增加及國內需求稍為放緩，中國內地經濟增長於2018年下半年進一步減慢。實質國內生產總值按年增長由第2季的6.7%及第3季的6.5%下降至第4季的6.4%，為自2009年以來最低（圖2.12）。全年整體而言，實質經濟增長由2017年的6.8%放緩至2018年的6.6%，略高於政府早前訂立的6.5%左右增長目標。

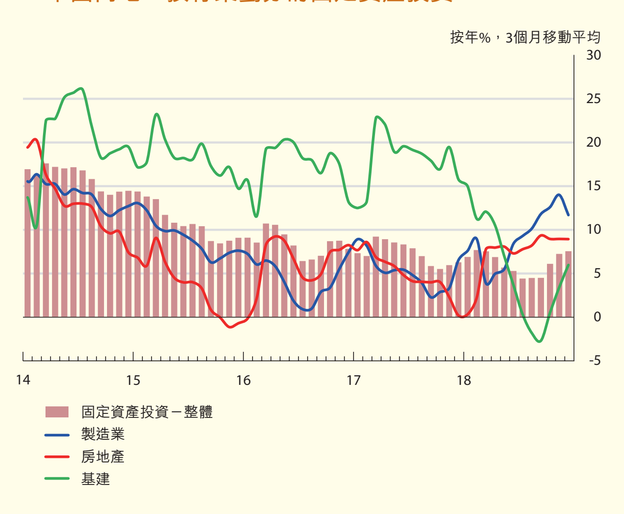
圖2.12
中國內地：各需求組成部分對國內生產總值增長的貢獻



資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

在整體增長的背後，消費增長在消費者信心轉弱的情況下於2018年下半年有所放緩。根據限額以上單位的零售銷售細分數據顯示，汽車銷售在第4季顯著下降，而化妝品及珠寶類等奢侈品項目的銷售亦略為放緩。[16]由於基建投資項目在政府採取穩增長措施下有所增加，且製造業投資增長加速，固定資產投資增長於2018年最後數月出現反彈（圖2.13）。外圍環境方面，在環球經濟增長放緩的情況下，出口增長在2018年年底時有所減弱，中美貿易衝突的影響似乎亦開始顯現。由於進口在第4季度的放緩速度快於出口，淨出口對整體增長的貢獻由第3季的負數轉為第4季的小幅正數。

圖2.13
中國內地：按行業劃分的固定資產投資



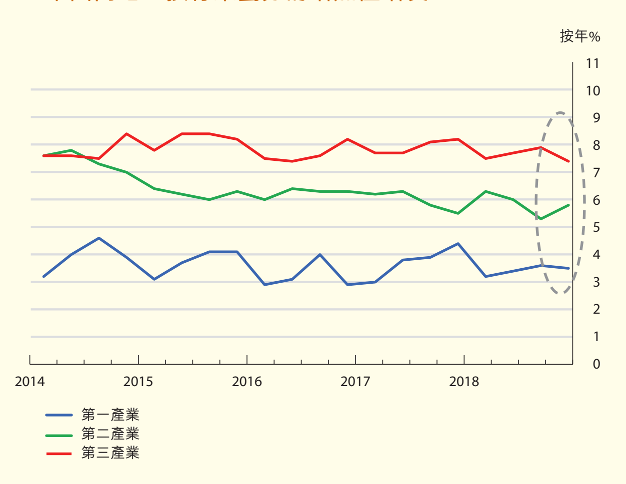
資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

以增加值計算，第三產業在2018年年底時增長稍為減弱，但於2018年下半年整體而言繼續錄得良好增長（圖2.14）。雖然大部分第三產業的細分行業的增長在2018年下半年有所減慢，但信息技術及軟件行業仍繼續迅速增長，期內按年增長高達約30%。此外，運輸與倉儲以及金融行業甚至錄得加速的增長。

16　限額以上單位包括主營業務收入為2,000萬元人民幣或以上的批發業企業、主營業務收入為500萬元人民幣或以上的零售業企業以及主營業務收入為200萬元人民幣或以上的住宿和餐飲業企業。

第二產業方面，製造業活動的商業擴張於下半年放緩，但電子設備及電汽機械等一些高科技製造業細分行業仍然表現良好。在基建開支加速的支持下，建築業增長於第4季亦明顯反彈。由於第三產業增長繼續超過其他行業，其增加值於整體經濟中所佔的比重由2017年的51.9%上升至2018年的52.2%。

圖2.14
中國內地：按行業劃分的增加值增長



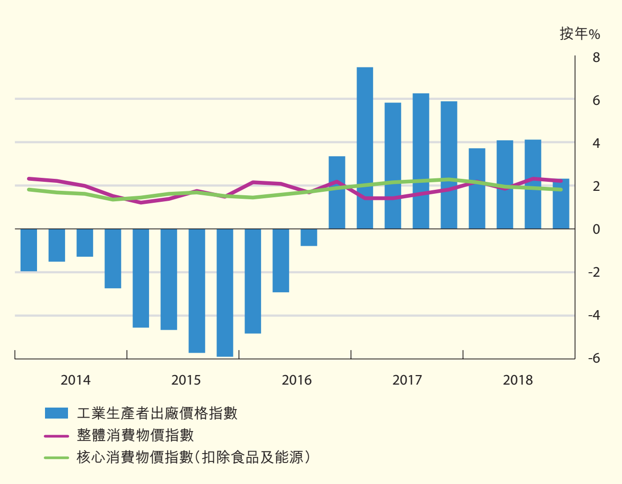
資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

展望不久將來，增長前景的不確定性有所增加。外圍環境方面，出口是否會進一步減弱將視乎先進經濟體的經濟表現以及進行中的中美貿易談判的結果。國內方面，有關貿易衝突的長期影響所帶來的憂慮持續，或會繼續抑制商家的信心。此外，在過去數季私營商家（尤其是小型企業）融資困難度增加的情況下，增加值較高及高科技的製造業及服務業繼續推動經濟增長的能力亦似乎已有所減弱。

在這更具挑戰性的經濟環境下，政策制訂者需小心謹慎地在穩定經濟及控制潛在系統性風險之間取得更佳平衡，而允許出錯的空間亦變得更為狹小。雖然供給側改革（結構性去槓桿、去產能及規範地方政府融資）仍是2019年的政策重點，但貨幣政策已較為寬鬆，並透過聚焦及定向的寬鬆措施去支持銀行增加對小型及私營企業的貸款。財政方面，有關部門會實施新的減稅降費措施及推出新的基建項目，採取更積極的政策。最新的共識預測表明，2019年內地經濟增長可能會放緩至6.2%，接近政府的6%至6.5%增長目標範圍的中間點。

由於經濟增長放緩，2018年下半年通脹壓力較為溫和。2018年下半年，整體消費物價按年通脹平均為2.3%，略高於上半年的2.0%（圖2.15）。在主要組成部分當中，食品價格於同期由按年上升1.2%進一步加快至2.4%，但扣除食品及能源價格後的核心通脹則由2018年上半年的按年2.0%進一步下跌至下半年的1.8%。與此同時，由於大宗商品價格下跌及整體經濟活動減弱，工業生產者出廠價格按年通脹由2018年上半年的3.9%進一步下降至下半年的3.2%。

圖2.15
中國內地：消費物價及工業生產者出廠價格通脹

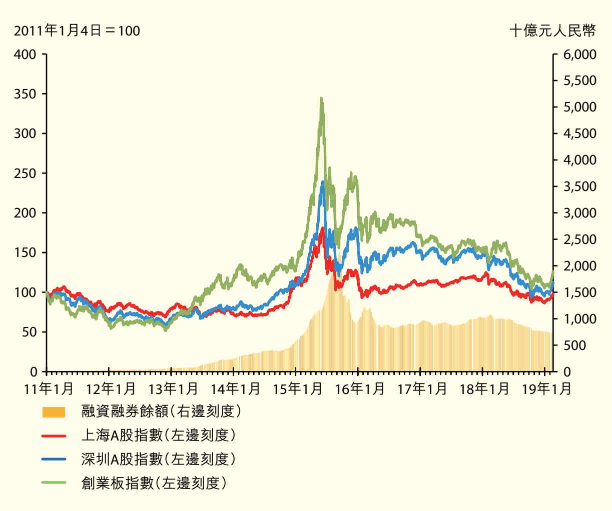


資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

資產市場

鑑於增長的下行壓力增加，且中美貿易衝突升級，於回顧期內，股票市場中的投資者信心顯著降低。儘管在2019年年初股市有所反彈，內地股票市場在2018年下半年進一步下挫，小型股（尤其是在深圳證券交易所上市的股票）的跌幅大於大型股（圖2.16）。股票融資融券交易亦減少：於2019年1月，融資融券餘額降至自2015年7月以來的最低水平。

圖2.16
中國內地：內地股市指數及融資融券交易



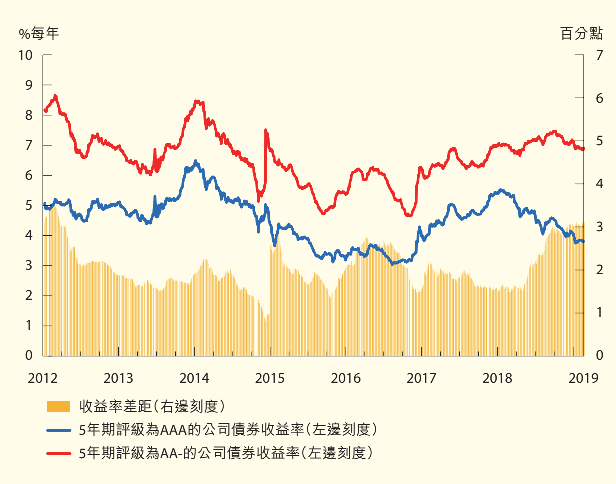
資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

此外，股價下跌似乎已觸發用作質押的股票被拋售，尤其是那些被中小型上市公司用於質押貸款的股票。於2018年年底，股票質押的未償還合約價值在一年間減少約13%至5.5萬億元人民幣[17]，質押股票的市場價值相當於內地A股市場的總市值約10%。進一步分析顯示，從行業來看，由於上市的工業企業相對而言有較大部分的股票被質押，同時股價大幅下跌，因此面臨的壓力大於其他企業。

由於平均質押比率低，加上平均保證金比率高[18]，股票質押貸款對金融穩定構成的系統性風險看來有限。然而在極端情況下，股價進一步下跌導致質押股票被強行平倉則可能會構成惡性循環。為應對此情況，有關當局於10月宣佈設立一個特別基金，協助化解股票質押貸款到期時質押借款人進行再融資時可能面臨的流動性壓力。同時，此舉亦降低了證券公司等債權人或會面臨的信貸風險。此計劃推出後，股票市場已出現一些企穩跡象。

在債券市場方面，經過在2018年下半年的幾輪定向降準後，評級較佳的公司發行人的資金成本進一步下降（圖2.17）。相比之下，評級較低的公司債券收益率則維持在較高水平。這可能反映，在經濟前景不明朗因素增加的背景下，投資者的風險胃納降低，以及財務狀況較弱的企業償債能力有所惡化。

圖2.17
中國內地：5年期公司債券收益率



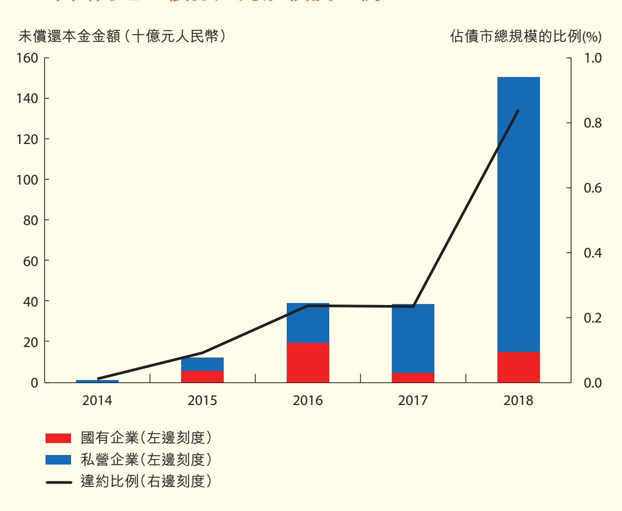
資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

17 基於Wind提供的質押貸款合約數據。

18 質押比率＝貸款價值／質押股票的合約價值。保證金比率＝質押股票的當前市值／（貸款價值＊（1+利率））。根據市場分析，A股市場的質押比率為30%至50%，保證金比率為140%至160%，視乎質押股票的風險度而定。

事實上，在2018年下半年內有多達46家公司發行人出現債券違約，而上半年僅為15家[19]。因此，2018年違約債券的總規模增至1,507億元人民幣，相當於非金融債券餘額的大約1%（圖2.18）。進一步分析表明，近來的違約個案主要來自於評級較低的私人發行人，並且集中在能源及原材料行業。

圖2.18
中國內地：債券違約規模及比例

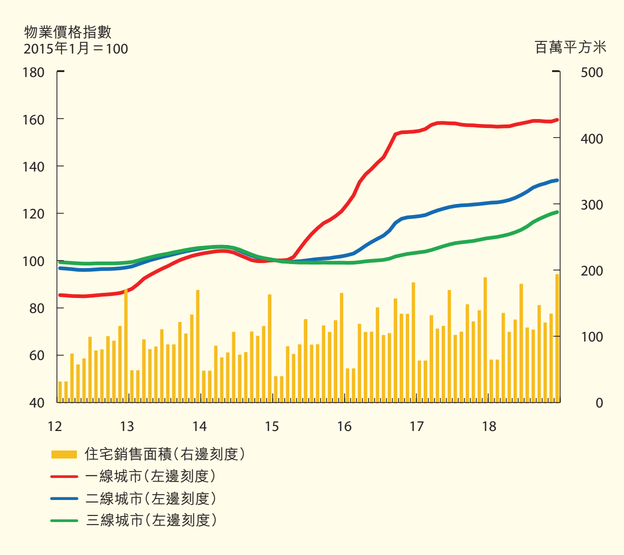


資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

由於債券違約的個案增加，私營公司的債券發行更趨困難。為促進私營公司的債券發行，央行於10月宣佈採取具針對性的支持措施以推動債券市場的需求。當中，持有私營企業發行的債券的投資者可獲得一種名為「信用風險緩釋憑證」的信貸風險掉期。目前，此類對沖市場仍主要由國家主導，因信用風險緩釋憑證主要是由屬於國有金融機構的中債信用增進公司與其他商業銀行共同發行。

於回顧期內，在提高首付及限購限售等近幾年實施的調控措施限制下，內地一線城市的房價保持基本穩定（圖2.19）。另外，在較低級別的城市裏，房價錄得小幅上漲。然而，與置業氣氛熾熱的2016年相比，上升速度已大幅放緩。

圖2.19
中國內地：按城市等級劃分的住宅價格及銷售面積

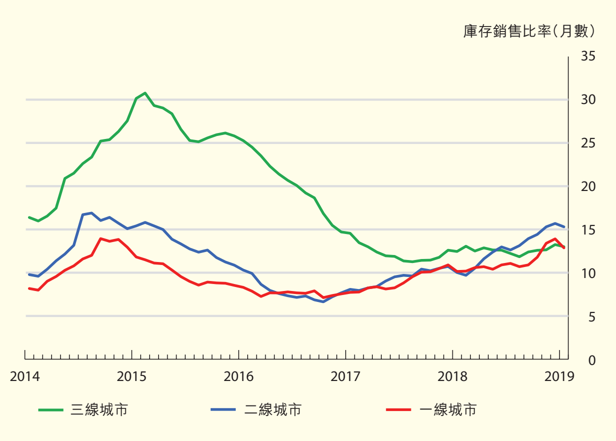


資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

於前幾年一直困擾著三線城市的住房供應過剩的問題，在相當大的程度上繼續受到抑制，部分原因是在市場情緒高漲的情況下錄得強勁的銷售。截至2019年1月，三線城市的庫存銷售比率維持在13個月左右的水平，遠低於2015年年初31個月的最高位（圖2.20）。

[19] 數據來自Wind，包括企業及公司債券、中期票據、短期商業票據及私人配售票據。

圖 2.20
中國內地：按城市等級劃分的庫存銷售比率



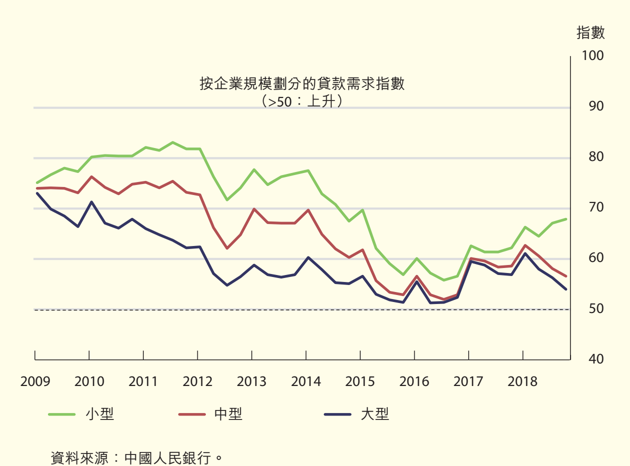
資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

為遏制潛在風險，並促進房地產市場穩定健康發展，當局除了加快建設保障性住房外，亦同時加快了租賃市場的發展，以及推行更加靈活的制度以增加土地供應。

信貸及資產質素

在2018年下半年，不同規模的內地企業的貸款需求出現顯著差異。根據中國人民銀行的季度問卷調查，小型企業的貸款需求持續上升，而中型及大型企業的需求則有所下降(圖2.21)。

圖 2.21
中國內地：按企業規模劃分的貸款需求指數

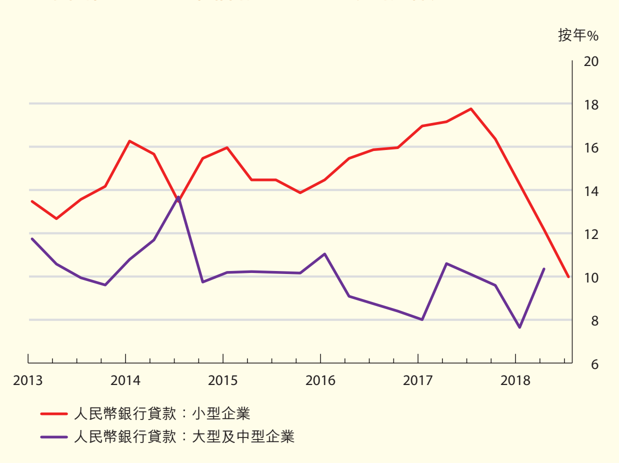


資料來源：中國人民銀行。

小型企業在2018年下半年對銀行貸款的需求保持強勁並一直增長，部分原因是這些小型企業可獲得的非正規融資渠道減少。金融去槓桿在2018年持續推進，亦導致影子銀行活動明顯減少。而影子銀行活動於過往為小型和私營企業提供了重要的資金支持，尤其是那些在獲取正規融資方面有困難的企業。為應對這一發展，中國人民銀行於2018年推出了幾輪寬鬆措施，包括定向降準及有條件中期借貸便利，以更好地支持銀行對小型企業的貸款(詳情請參閱「財政及貨幣政策」部分)。

在定向寬鬆措施實施後，普惠金融貸款(即針對總授信低於500萬元人民幣的小型公司借款人的借款)的按年增長速度由2017年年底的9.8%上升近一倍至2018年年底的18%。然而，銀行對小型企業的整體貸款增長於2018年首三季減緩(圖2.22)，可能原因是在經濟不明朗因素增加的背景下，內地銀行風險偏好降低，因此偏向限制對財務狀況較弱的借款人(包括小型企業)的敞口風險。

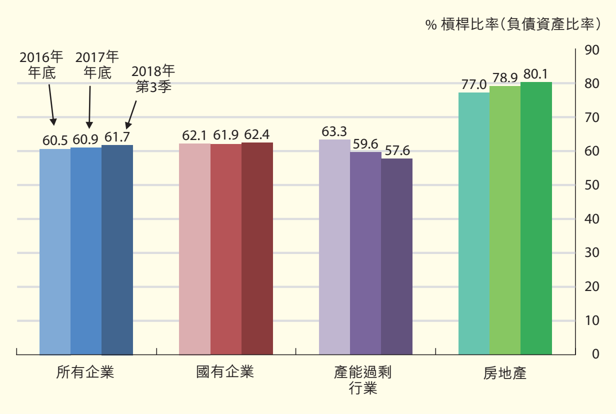
圖 2.22
中國內地：企業借款人的銀行貸款增長



資料來源：中國人民銀行及金管局職員估計數字。

儘管銀行對小型借款人的貸款增長減緩，但向內地企業授出的整體銀行信貸的按年增長由2018年6月的12.7%加速至2019年1月的13.4%。這表明了向國有企業等大型借款人授出的銀行貸款金額可能增加。向大型借款人授出的銀行貸款增加不僅反映了銀行風險偏好降低，同時亦反映出政府實施加快基建開支等逆週期措施以支持經濟。因此，上市國有企業的槓桿比率繼2017年下降後，於2018年首三季小幅反彈（圖2.23）。相比之下，由於銀行繼續對產能過剩行業企業等財務狀況較差的借款人收緊貸款審批標準，產能過剩行業企業的槓桿比率於2018年首三季進一步下降。此外，產能過剩行業企業的盈利在過去幾年持續改善，亦有助於降低槓桿比率。

圖2.23
中國內地：上市國有企業、產能過剩行業企業及房地產企業的槓桿比率

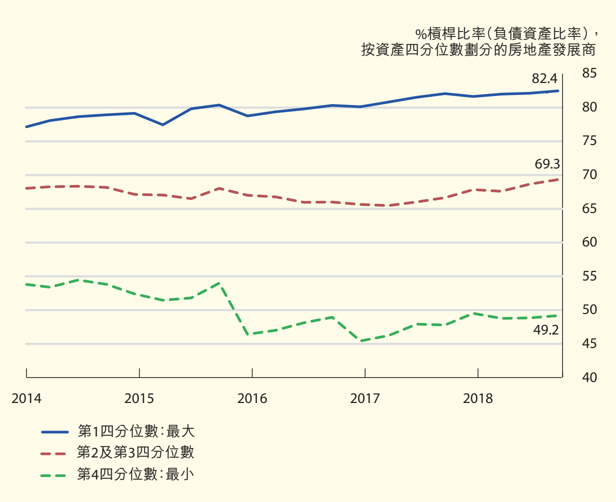


資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

產能過剩行業企業的盈利能力改善的原因是評估這些改善能否持續的關鍵。專題2（第32頁）認為產能過剩行業上市公司的股本回報率改善主要源自於良好的發展狀況，尤其是毛利及管理效率的提升。然而，資產周轉率仍然低企，似乎表明這些產能過剩行業的產能利用仍遠未達至理想水平，尚需進一步改善方能提升產能過剩行業的效率及長期盈利的能力。

於2018年首三季，由於市場狀況向好（尤其是在較低級別的城市），房地產發展商的槓桿比率進一步上升（圖2.23）。更深入的分析表明，雖然財務狀況較強勁的大型發展商的槓桿比率較高，但同時亦有跡象表明其他不同規模的發展商的槓桿比率在2018年下半年均有上升（圖2.24），這值得進一步監控，因為發展商的槓桿比率越高，則越容易受到房價調整的衝擊。

圖2.24
中國內地：按企業規模劃分的房地產發展商的企業槓桿

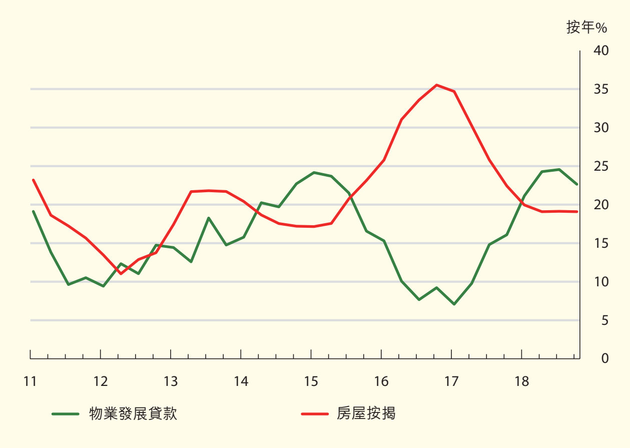


資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

在2018年下半年期間，房地產發展貸款的按年增長維持在20%以上的高位，反映房地產發展商的槓桿比率上升。相比之下，因收緊購房限制，房屋按揭的按年增長於最後一季下降至19.0 %（圖2.25）。因

此，銀行對於房地產市場的直接敞口風險，即房地產發展貸款及房屋按揭佔銀行貸款總額的合計比重，由6個月前的26.5%微微上升至2018年年底的27.3%。

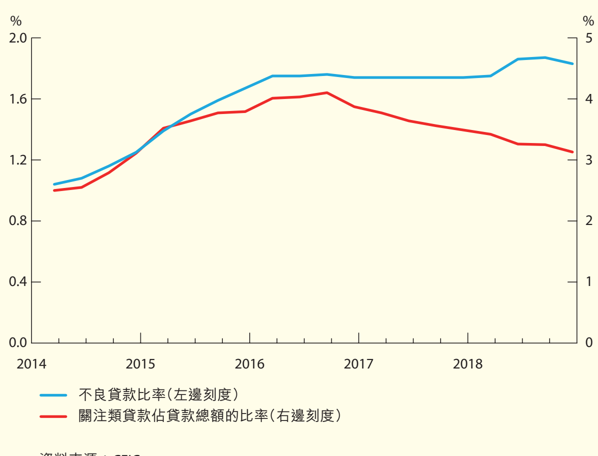
圖 2.25
中國內地：房屋按揭及房地產發展貸款的增長



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

由於經濟增長勢頭放緩，銀行資產質素在2018年下半年裏看來已面臨一定的壓力。雖然關注類貸款佔銀行貸款總額的比重持續下降[20]，但和過去數年相比，內地銀行的不良貸款率於2018年年底繼續處於1.8%這一個相對的高位，儘管在第四季有所下降（圖2.26）。

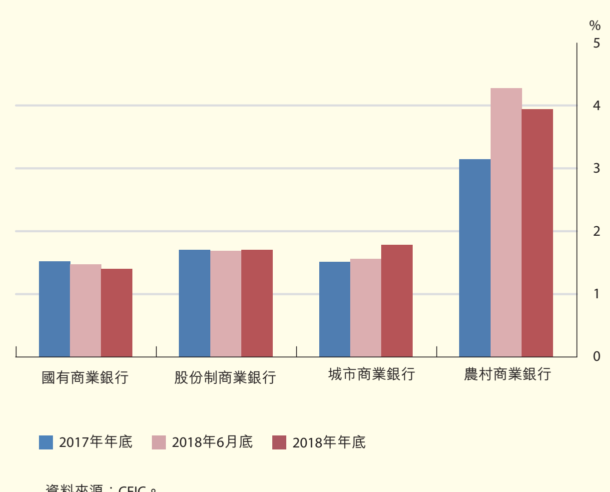
圖 2.26
中國內地：銀行的不良貸款率及關注類貸款比率



資料來源：CEIC。

進一步分析表明，近期不良貸款率的上升主要集中於小型銀行。具體而言，於2018年下半年，國有及股份制商業銀行的不良貸款率大致保持穩定，但城市商業銀行的不良貸款率則繼續有所上升（圖2.27）。與此同時，農村商業銀行的不良貸款率雖然有所下降，但整體上仍然明顯比其他銀行為高。

圖 2.27
中國內地：按銀行類別劃分的不良貸款率



資料來源：CEIC。

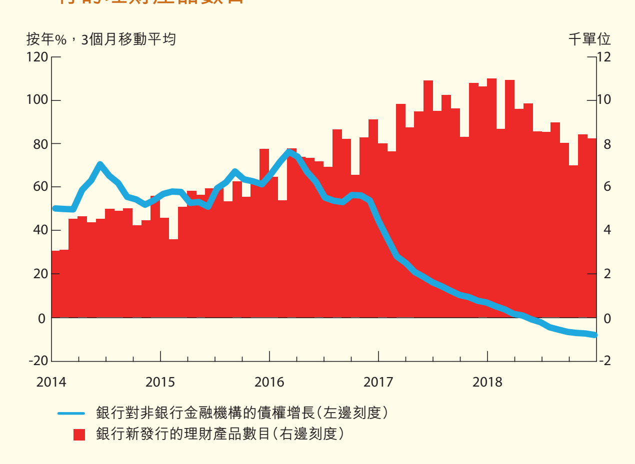
20 根據中國銀行保險監督管理委員會的定義，關注類貸款是指儘管借款人目前有能力償還債務，但存在一些可能對償還產生不利影響因素的貸款。不良貸款包括被分類為次級、可疑或損失的貸款，此類貸款幾乎不可能獲悉數償還，銀行亦因而會遭受不同程度的損失。

部分小型銀行的不良貸款率上升，可能是由於當局實行更為嚴格的不良貸款報告標準，將所有逾期超過90天的貸款納入其中（請參閱2018年9月刊發的報告內的相關討論）。然而，不良貸款率的上升亦很大可能是由於對小微借款人的敞口風險增加以及在經濟活動減弱的環境下借款人的償還能力惡化所致。

儘管不良貸款率上升，銀行的整體資產質素暫時不會迅速惡化。現時，內地銀行（尤其是具系統重要性銀行）的不良貸款率仍然低企。此外，較高的貸款撥備亦有助於保護銀行在日後蒙受損失。於2018年年底，銀行的不良貸款覆蓋率由第2季的179%上升至186%。

於回顧期內，當局繼續推進金融去槓桿，以限制銀行參與影子銀行活動。因此，銀行對非銀行金融機構的債權自2018年6月起開始下跌（圖2.28），而該等債權佔銀行總資產的比例亦於2018年年底下降至9.7%。

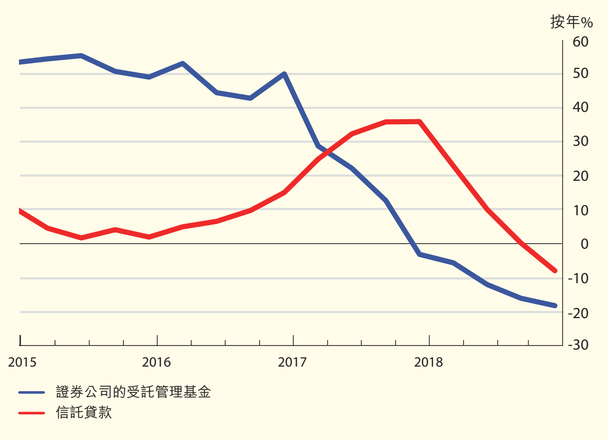
圖2.28
中國內地：銀行對非銀行金融機構的債權增長及新發行的理財產品數目



資料來源：CEIC、Wind及金管局職員估計數字。

由於理財產品亦是影子銀行活動的主要資金來源，當局於2018年下半年加強了對銀行發行或分銷的理財產品的風險管理[21]。在銀行對影子銀行活動的參與減少後（圖2.28），信託貸款及證券公司的受託管理基金等影子銀行活動於2018年下半年逐步減少（圖2.29）。

圖2.29
中國內地：信託貸款及證券公司的受託管理基金的增長



資料來源：CEIC及中國證券業協會及金管局職員估計數字。

匯率及跨境資本流動

在岸人民幣兌美元滙率於9月及10月進一步轉弱2.1%。此後，由於中美重新開始貿易談判，市場情緒趨穩，在岸人民幣兌美元滙率在隨後四個月反彈了4.2%（圖2.30）。離岸人民幣在最近幾個月亦緊隨在岸人民幣滙率有所轉強，在岸人民幣與離岸人民幣差價於11月至2月期間在–256點子至174點子範圍內上落。彭博提供的2019年第1季人民幣兌美元滙

---

[21] 舉例而言，於2018年下半年採取的幾項新措施規定了保本的理財產品必須記入銀行的資產負債表，並且禁止理財產品投資於結構式的資產管理計劃。

率的共識預測亦從2018年11月底的6.99轉強至2019年2月底的6.78。

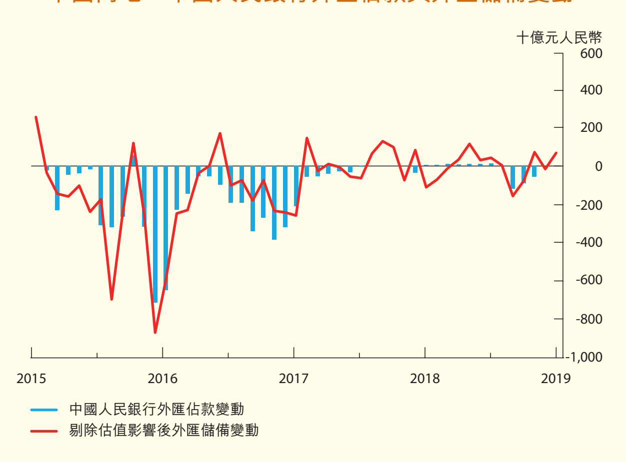
圖2.30
中國內地：在岸人民幣及離岸人民幣兑美元匯率



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

在經濟活動放緩及不確定性上升的情況下，資本外流壓力於2018年下半年稍為上升。特別是，剔除估值影響後的外匯儲備變動以及人民銀行外匯佔款變動這兩個常用的跨境資金流動指標於去年下半年稍為下降，其後於接近年底時轉趨穩定，但整體降幅遠小於以往如2015年及2016年等人民幣面臨重大貶值壓力時的情況（圖2.31）。整體而言，於回顧期內，中國內地外匯儲備總額大致保持穩定，於2019年1月底為30,879億美元。

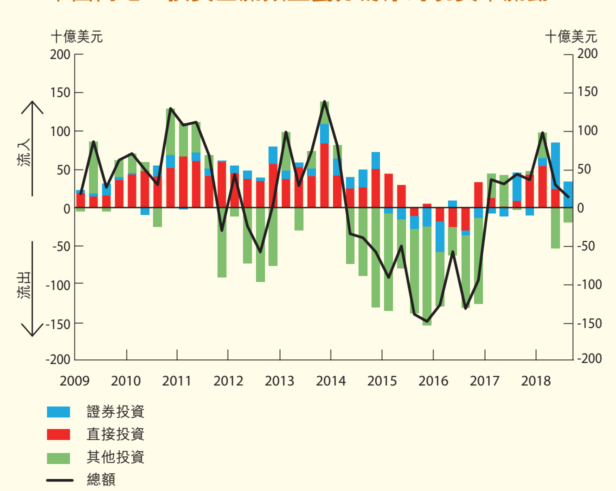
圖2.31
中國內地：中國人民銀行外匯佔款與外匯儲備變動



資料來源：CEIC、外匯管理局及金管局職員估計數字。

國際收支平衡最新統計資料亦顯示，透過資本帳的淨流入於2018年第2季及第3季減少（圖2.32）。特別是，由於外國企業直接投資減弱，透過直接投資的淨流入於期內明顯減少。透過「其他投資」的跨境資金流動亦於2018年第2季及第3季轉為淨流出，主要因跨境貸款較借款強勁以及內地居民存款及貨幣流出。相比之下，由於內地投資者的海外購買放緩而外國投資者繼續增持內地證券，透過證券投資的淨流入於期內有所加快。

圖 2.32
中國內地：按資金流類型劃分的淨跨境資本流動



資料來源：CEIC、國家外匯管理局及金管局職員估計數字。

由於有關中美貿易關係的隱憂持續，跨境資本流動的前景尚不明朗。中美貨幣政策持續背馳—中國貨幣政策略為偏向於寬鬆，而美聯儲的政策預期為中性—可能會影響人民幣匯率，從而影響跨境資金流動。另一方面，獲納入基準指數的內地證券數目增加，亦支持資金淨流入。

財政及貨幣政策

鑑於經濟增長面臨更多的下行壓力，中國人民銀行、財政部及國家發展和改革委員會等政府部門已共同努力加強供給側及需求側方面的措施以支持經濟增長，尤其是有關私營部門方面。特別是，政府提倡為私營企業與國有企業之間營造公平的競爭環境及鼓勵合理的商業競爭（如推進市場開放、加強私營企業的法律保障以及支持私營企業的債券發行等措施）。另一方面，政府也決定促進社會保障網，以支持及改善教育和醫療保健，並加快推進城際運輸及物流等基建項目。有關當局亦有其他舉措，包括採取逆週期措施如更多的定向貨幣寬鬆以改善對小型企業的信貸供應，以及削減私營企業及個人稅費的財政措施。

貨幣政策方面，中國人民銀行推出了更多定向寬鬆措施支持銀行貸款予私營及小型企業（表 2.1）。尤其是，央行分別於 2018 年 10 月以及 2019 年 1 月透過進一步降準向銀行體系注入流動性。中國人民銀行亦透過放寬指引，擴大定向降準計劃內小微企業的覆蓋範圍，把門檻由先前的單戶授信小於 500 萬元人民幣調整為 1,000 萬元人民幣。與此同時，央行亦設立了新的定向中期借貸便利，旨在為向小型及私營借款人提供充分信貸的銀行給予低成本及較長期的資金。另外，為緩解因資本不足導致銀行貸款受到限制的問題，中國人民銀行於 1 月推出一項新的央行票據互換計劃以促進銀行的永續債券發行。這項措施允許一級交易商以合資格銀行所發行的永續債券與央行票據進行互換，將有助於提高永續債券的吸引力，從而支持銀行發行此類債券以改善其資本狀況。債券融資方面，央行提供了初始資金以設立信用風險緩釋工具及擔保增信等信貸金融工具，以支持私營企業的債券發行。

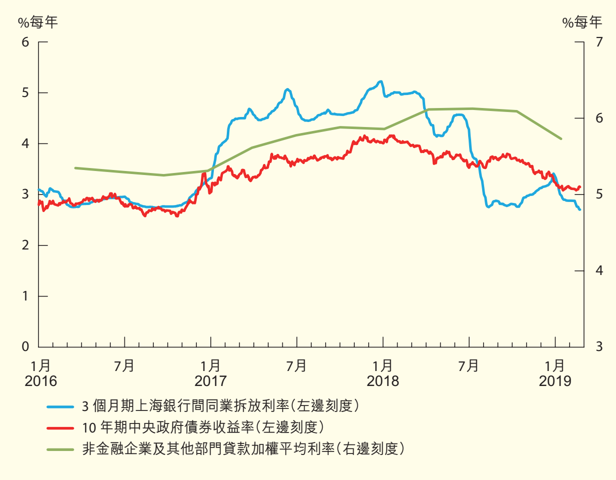
表 2.1
中國內地：2018/19 年支持私營及小型企業的主要貨幣政策措施

日期	措施
18年1月	定向降準50至150個基點
18年4月	對大多數金融機構降準100個基點
18年6月	將不低於AA級的綠色和「三農」金融債券以及優質小微企業貸款和綠色貸款納入中期借貸便利合格擔保品範圍
	將支小支農再貸款和再貼現額度增加合共1,500億元人民幣
	將央行支小再貸款利率調低50個基點
	透過促進小微企業金融債券發行及小微企業貸款資產支持證券發行的措施，盤活逾1,000億元人民幣信貸
	將單戶授信為500萬元人民幣及以下的小微企業貸款納入中期借貸便利合格抵押品範圍
	在宏觀審慎評估體系中增加小微企業貸款考核權重
18年7月	對大多數金融機構降準50個基點
18年10月	對大多數金融機構降準100個基點
	將支小支農再貸款和再貼現額度進一步增加1,500億元人民幣
	為設立信用風險緩釋工具及擔保增信等債券融資支持工具提供初始資金
18年11月	國務院宣布將中期借貸便利合格擔保品範圍從單戶授信為500萬元人民幣及以下的小微企業貸提升到1,000萬元人民幣
18年12月	創設定向中期借貸便利
	將支小支農再貸款和再貼現額度進一步增加1,000億元人民幣
19年1月	將定向降準計劃的小微企業覆蓋範圍由單戶授信小於500萬元人民幣擴大至1,000萬元人民幣
	對所有金融機構降準100個基點
	創設央行票據互換

資料來源：中國人民銀行和中國政府網。

這些寬鬆措施實施後，銀行體系的流動性狀況自2018年下半年以來已有所改善，3個月期上海銀行間同業拆放利率顯著回落至2016年上半年的水平（圖2.33）。隨著銀行同業市場資金成本下降，10年期中央政府債券收益率亦由8月底的約3.6%下跌至2月底的約3.2%。與此同時，非金融部門的加權平均銀行貸款利率由2018年6月底的5.97%下跌至12月底的5.63%。特別是，企業的加權平均銀行貸款利率於12月連續第四個月下跌，合計下跌了25個基點至5.35%。

圖 2.33
中國內地：主要市場利率



資料來源：CEIC、中國人民銀行及金管局職員估計數字。

這些定向寬鬆措施看來已有助於部分企業（尤其是小微企業）緩解融資困難。中國人民銀行的資料顯示，對授信低於500萬元人民幣的最小型企業借款人的平均貸款利率由2017年年底的6.6%下降至2018年9月的6.25%。與此同時，對這些最小型企業的銀行貸款亦顯著加速，對高科技行業（如科研和信息等）的貸款更大幅增加（詳情請參閱「信貸及資產質素」部分）。

然而，如圖2.22所示，銀行對小型企業的貸款於第3季有所減速，而影子銀行信貸則繼續收縮。這顯示了小型企業的整體信貸狀況尚未理想。從這點來說，縱使2019年年初的社會融資整體規模較預期為佳（主要是由於票據融資和短期銀行貸款的快速增長），內地當局推出的寬鬆措施能否有助於進一步改善私營企業尤其是小型企業獲取信貸仍有待觀察。

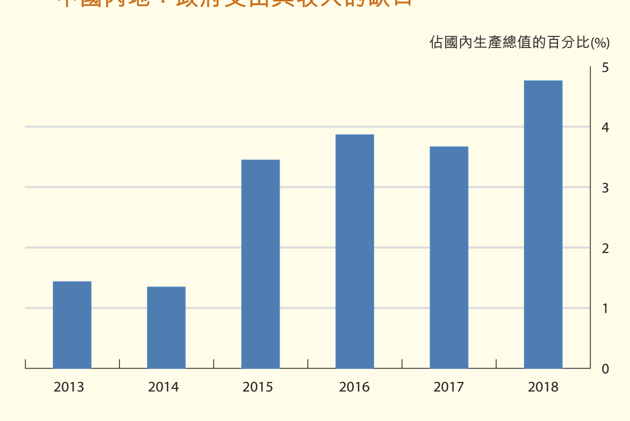
財政政策方面，當局已採取更有力及積極的政策立場以提振國內需求。為支持小型企業擴張，當局加強了降稅減費措施。舉例來說，今年1月，國務院宣布將擴大免繳交增值稅的覆蓋範圍，小規模納税人起徵點由每月銷售額3萬元人民幣提高至10萬元人民幣。與此同時，年應納稅所得額為100萬元至300萬元人民幣及低於100萬元人民幣的小型微利企業分別可享有50%及25%的所得稅扣減。在2019年政府工作報告中，內地當局宣布將推出更多減稅措施，尤其針對製造業和小企業。與此同時，企業的社保繳費負擔也會被降低。2019年全年，內地當局計劃對企業減税降費共約2萬億元人民幣。

此外，為減輕家庭的稅務負擔及支持消費，當局於2018年12月宣布個人所得稅專項附加扣除政策，從應納稅所得額中扣除子女教育、繼續教育、大病醫療、住房貸款利息、住房租金及贍養老人的個人支出。

開支方面，政策制訂者加快審批新的基建項目。在最新的政府工作報告中，政府決定在2019年投資2.6萬億元人民幣建造鐵路、公路及水路。除傳統基建項目外，政府亦宣布推進與人工智能、工業互聯網、物聯網及5G商用有關的「新型基建」項目。

反映擴張性的財政政策，計劃的預算赤字由2018年的2.38萬億元人民幣增至2019年的2.76萬億元人民幣，相當於國內生產總值的2.8%，比2018年高出0.2個百分點。因此，預期政府一般公共預算和政府性基金中的開支與收入的缺口在2018年上升至國內生產總值的4.7%後，會於2019年進一步擴闊至6.6%（圖2.34）。

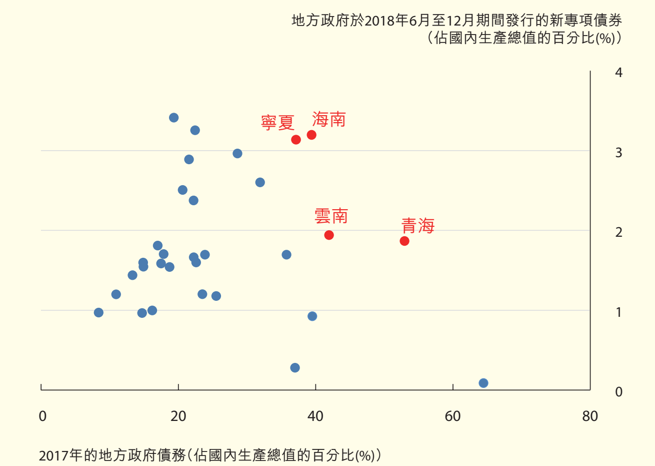
圖 2.34
中國內地：政府支出與收入的缺口



資料來源：Wind、財政部及金管局職員估計數字。

為填補資金缺口，2018年地方政府債務餘額增加了11.4%，較2017年的7.5%增幅為快。目前，地方政府債務的整體風險仍然可控，2018年地方政府債務對國內生產總值的比率仍低企於20.4%。然而，部分省份的債務水平快速增加而財政狀況相對薄弱，可能值得關注。省級數據表明，於2018年6月至12月期間，在政府採取措施支持經濟增長的背景下，一些債務水平已相對較高的省份，例如海南、寧夏、青海及雲南等，亦顯著加快發行地方政府債券，特別是為地方基建開支融資的專項債券（圖2.35）。

圖2.35
中國內地：地方政府於2018年6月至12月期間發行的專項債券及地方政府債務



資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

專題 2
中國內地的產能過剩部門近期復甦的動力

引言

部分由於全球金融危機後大規模財政刺激措施造成的過度投資，產能過剩已逐漸成為妨礙中國內地工業發展的因素。2013年，內地當局確定七個行業出現產能過剩，包括鋁、水泥、煤炭、平板玻璃、光伏、造船及鋼鐵。

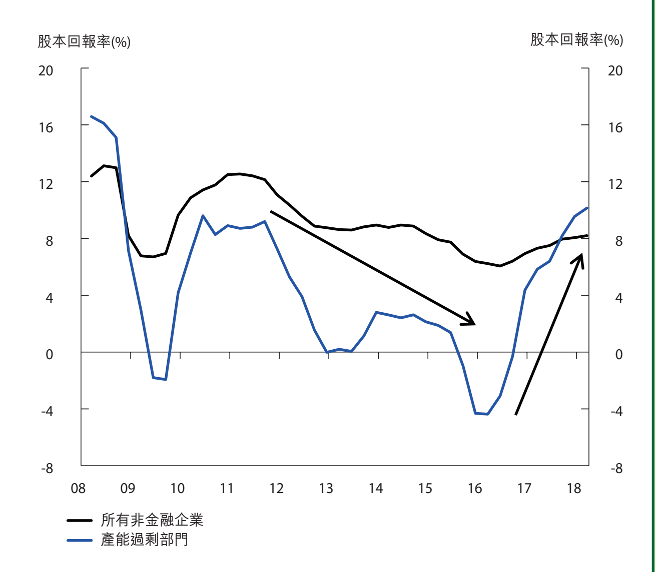
中國公司在這七個行業的全球競爭者當中佔有可觀比重。舉例而言，儘管內地的鋼鐵、煤炭及水泥生產主要服務國內市場，但其產量分別佔全球產量約50%、46%及56%。但這些行業的產能利用率近年來跌至80%以下。

產能過剩部門的表現確實會影響經濟表現及金融穩定。2015年，約3%的銀行貸款授予產能過剩部門[22]，這些部門的財務狀況亦會影響相關上游及下游行業的業務及財務狀況。

因此，自2016年以來，解決內地經濟面臨的產能過剩問題已成為當局的供給側改革的重點。由於政府實施去產能措施，產能過剩部門的盈利能力開始改善，扭轉2011年至2015年期間持續惡化的趨勢（圖B2.1）。

儘管如此，但其他並未出現產能過剩的部門在同期的盈利能力亦上升，這帶出一個問題：近期產能過剩部門效率改善是否反映去產能措施取得成功，或這只是全面週期性復甦的結果？透過使用內地上市非金融企業的數據，本專題探討內地產能過剩部門在全球金融危機後股本回報率變化的驅動因素，以回答這個問題。

圖 B2.1 中國內地上市企業的股本回報率 (%)



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

方法解釋：杜邦分析

為辨識影響內地的產能過剩部門的盈利能力的主要因素，我們使用一種常用的財務報表分析法杜邦分析，將內地企業的股本回報率分解為六個乘法成分：*財務槓桿*、*行政管理效率*、*毛利率*、*財務開支*、*稅務保留率*及*資產週轉率*[23]。這六個成分的定義及解釋列於表B2.1。

[22] 《大產能過剩行業負債5.4萬億，98年有什麼經驗》(http://finance.sina.com.cn/stock/hyyj/2016-01-29/doc-ifxnzanh0302556.shtml)

[23] 財務報表分析文獻，例如Soliman (2008)及Dehning及Stratopoulos (2002)亦討論了其他形式的分解。

表B2.1
杜邦方程式及六個成分

杜邦方程式

股本回報率
＝淨收益／股本
＝(資產／股本)*
(營業利潤／毛利)*
(毛利／銷售額)*
(營業利潤／稅前收益)$^{-1}$*
(淨收益／稅前收益)*
(銷售額／股本)

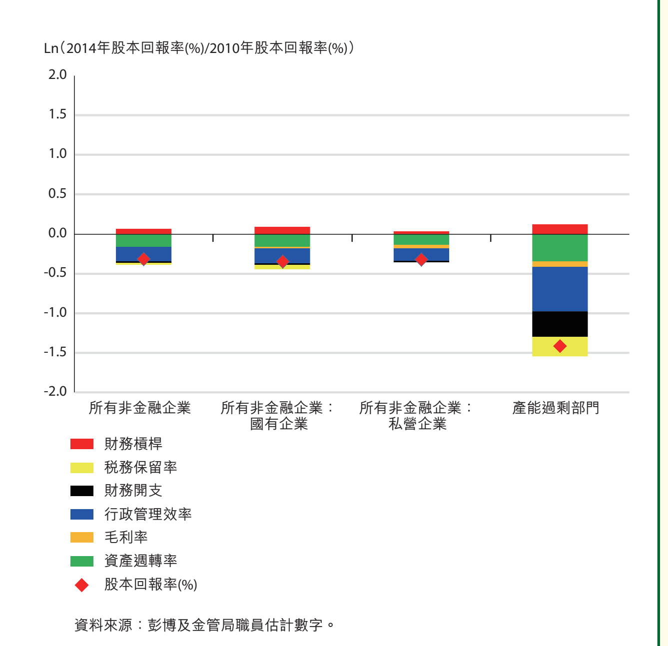
杜邦成分	解釋
財務槓桿： 資產／股本	數值越高則企業的業務活動對借貸資金的倚賴程度越高。
行政管理效率： 營業利潤／毛利	數值越高則企業的行政開支佔毛利的比例越低。
毛利率： 毛利／銷售額	數值越高則企業的生產成本佔收入的比例越低。
財務開支： (營業利潤／稅前收益)$^{-1}$	數值越高則利息開支等財務開支佔營業利潤的比例越高。
稅務保留率： 淨收益／稅前收益	數值越高則實際稅項佔稅前收益的比例越低。
資產週轉率： 銷售額／資產	數值越高則資產使用效率越高。

在六個成分中，我們特別關注*資產週轉率*(即銷售總值對資產總值的比率)，因該成分對評估企業的產能過剩情況有關。*資產週轉率*常用於計量資產利用率及效率，這一般源自物業、廠房及設備的高效利用、高效的存貨程序以及其他形式的營運資金管理(Nissim及Penman(2001))，因此被視為可解釋未來盈利能力的變動(例如Soliman(2008)以及Dehning及Stratopoulos (2002))。

數據及結果

在中國內地約2,800家上市非金融企業當中，我們確定108家企業屬於內地當局分類的七個產能過剩部門。我們的分析表明，2010年至2014年，非金融企業的盈利能力全面下降(圖B2.2)[24]。由於行政管理效率、資產週轉率及稅務保留率顯著惡化，財務開支大幅上升，且*毛利率*輕微下降，產能過剩部門的盈利能力下降似乎尤其顯著。相比之下，產能過剩部門的*財務槓桿*輕微上升，這是唯一對盈利能力有正面貢獻的成分。

圖B2.2
上市企業2010年至2014年的股本回報率(%)變動



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

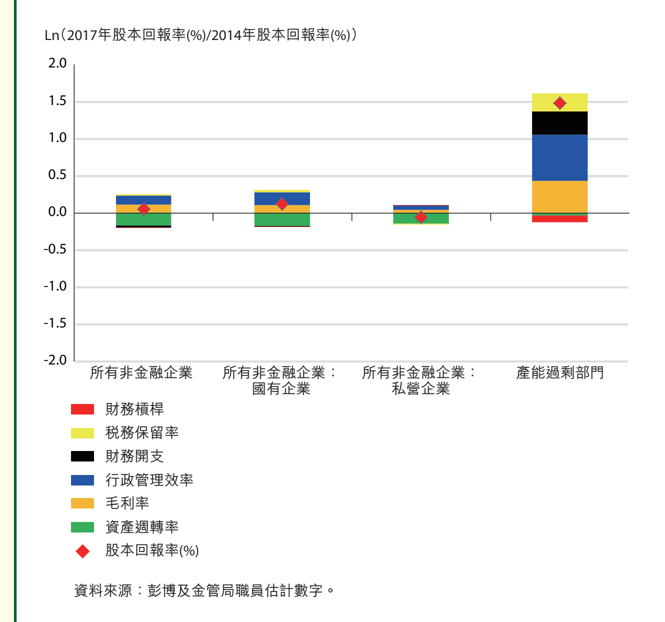
這些結果表明，全球金融危機後，股本回報率惡化，很可能反映過度投資及經濟效率下降。具體而言，資產規模及營運規模擴大而利潤未能成比例增長，則會導致*資產週轉率*及*行政管理效率*惡化。若這些擴大主要以信貸而非以內部產生的現金流提供資金(中國內地2010年至2015年的情況正是如此)，則*財務槓桿*

[24] 內地的產能過剩部門的股本回報率於2015年下跌至-4%。然而，由於負值導致無法計算2010年至2015年期間股本回報率的百分比變動，因此使用2014年的股本回報率而不使用2015年的股本回報率。

會上升，*財務開支*亦會增加。在其他條件相同的情況下，生產擴大會增加供應並壓低價格，從而拖低*毛利率*。若相對於需求過度增加供應，產能過剩就會出現。

2016年及2017年，由於政府採取去產能措施，產能過剩部門的盈利能力顯著反彈。儘管其他部門的盈利能力亦改善，但幅度小於產能過剩部門。杜邦分析表明，*行政管理效率*及*毛利率*對產能過剩部門的盈利能力反彈貢獻最大，其次是財務開支減低及稅務保留率上升。然而，杜邦分析中的重要指標，作為產能過剩指標的*資產週轉率*看來幾乎不變（圖B2.3）。

圖B2.3
上市企業2014年至2017年的股本回報率(%)變動



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

2015年至2017年期間產能過剩部門*行政管理效率*和*毛利率*顯著上升，主要反映了相對於行政或運營成本，毛利有較強勁增長，部份原因則在於全球大宗商品價格再膨脹、去產能措施導致產能過剩部門產量減少，以及國內需求受到例如物業市場暢旺所推動帶來週期性改善。此外，由於政府持續採取措施減少效率低下部門的負債，*財務槓桿*亦輕微下降，這有助於減少*財務開支*，並相對緩解流動性狀況。

儘管如此，與2014年比較，2017年的*資產週轉率*幾乎不變，這帶出一個問題：2017年內地企業是否仍有產能過剩的問題。如果去產能措施主要是減低產量而不是減少產能，則*資產週轉率*不會顯著改善。亦有可能去產能措施已成功地淘汰落後產能，而部分落後產能被更先進且生產力更高的產能取代，但尚未開始產生回報。

無論原因是甚麼，*資產週轉率*低則表明產能利用率仍遠未達到理想狀態。2017年，*資產週轉率*為64.5%，僅略高於2015年當產能過剩部門的盈利能力跌至低谷時的水平（表B2.2第一列）。2017年*資產週轉率*遠低於2010年及全球金融危機前的水平（其時的比率接近100%），亦低於三個主要先進經濟體類似行業的長期平均數[25]（表B2.2第二列）。就此而言，產能過剩部門需要進一步改善資產利用率，以確保長期盈利能力。

[25] 比較組別為德國、日本及美國七個類似行業的147家上市企業。

表B2.2
股本回報率的杜邦成分：中國內地的產能過剩部門與先進經濟體的類似行業

單位：%	中國內地			先進經濟體
	緊接全球金融危機後 2010年	股本回報率位於谷底 2015年	最近觀察結果 2017年	類似行業部門的平均數 1986年至2017年
股本回報率	8.8	-4.5	9.4	6.5
財務槓桿	251.3	284.0	260.8	353.0
行政管理效率	52.8	-14.2*	56.3	35.0
毛利率	10.7	7.3	15.3	14.9
財務開支	115.5	38.7*	116.3	140.0
稅務保留率	76.3	109.2*	75.9	56.0
資產週轉率	94.1	53.3	64.5	97.0

資料來源：彭博及金管局職員估計數字。
*：由於2015年的營業利潤為負，將這些財務比率與其他年度的比率比較並無意義。

2015年至2017年內地經濟的週期性表現或可解釋部分杜邦成分顯著改善的原因。毛利率急速反彈應該不可能單獨由生產效率提高所推動，相反，上文所提及的暢旺市場狀況帶來週期性動力，亦可能促使毛利率上升。倘若如此，若這個週期性動力消退，則2015年至2017年這些產能過剩行業所出現的毛利率大幅改善未必能夠持續。為了使這些企業保持長期財務生存能力，需要堅持推行改善產能利用率的措施，例如更換落後設施、發展高增加值生產方式以及在投資及資產配置方面採取商業化決策程序。總而言之，雖然內地的產能過剩部門在2015年至2017年有利的週期環境下取得良好財務表現，這些部門的企業為維持長期財務穩健性，仍有必要解決產能過剩的問題。

結語

在中國內地，繼政府於2016年開始推行去產能措施後，產能過剩部門的盈利能力已明顯改善。不過，這些產能過剩部門的盈利能力反彈的原因則較不明確。我們利用上市企業的財務數據及杜邦分析，發現內地的產能過剩部門的股本回報率改善主要源自有利的發展，尤其是推行去產能措施、國內需求出現週期性改善，以及行政管理效率可能反映業務經營改善。

儘管有這些有利的發展，但內地的產能過剩部門仍然偏低的資產週轉率似乎表明產能利用率仍遠未達到理想狀態。因此，產能過剩部門仍需要進一步提升資產利用率以促進效率，從而促進長遠盈利能力。

參考文獻

Dehning, B. and Stratopoulos, T., 2002. DuPont analysis of an IT-enabled competitive advantage. *International Journal of Accounting Information Systems* 第3(3)期：第165–176頁。

Nissim, D. and Penman, S., 2001. Ratio analysis and equity valuation:From research to practice. *Review of Accounting Studies*（*3月*）：第109–154頁。

Soliman, M., 2008. The use of DuPont analysis by market participants. *The Accounting Review* 第83期：第823–853頁。

3. 本港經濟

香港經濟於2018年下半年回軟，反映私人消費增長放緩及出口表現在中美貿易爭端下轉弱。隨着全球增長減慢，預期2019年實質本地生產總值增長亦會放緩。本港增長前景受貿易保護主義、美國貨幣政策的未來方向以及內地經濟表現等眾多不明朗因素及風險所影響。2019年本地通脹壓力應會保持溫和，而且其前景面臨上行及下行兩方面的潛在風險。

3.1 實體經濟活動

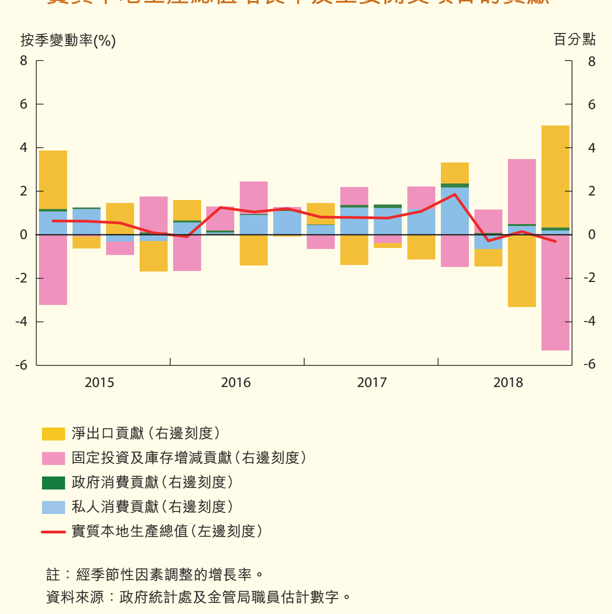
香港經濟活動於2018年下半年有所回軟。具體而言，經濟活動未能維持上半年的強勁動力，下半年本地生產總值(環比)增長率轉為小幅負數(表3.A及圖3.1)。按年比較，經濟增長亦放緩，第4季增長率為1.3%，低於趨勢增長，並拖累全年增長率由2017年的3.8%下降至2018年的3.0%。

表3.A
實質本地生產總值增長

	半年增長率(%)*		按年增長率(%)	
2017	上半年	1.9	第1季	4.4
			第2季	4.0
	下半年	1.7	第3季	3.6
			第4季	3.5
2018	上半年	2.2	第1季	4.6
			第2季	3.5
	下半年	-0.1	第3季	2.8
			第4季	1.3
10年平均	(2008年上半年至2017年下半年)	1.3	(2008年第1季至2017年第4季)	2.7

* 基於以開支面編製以及經季節性因素調整的本地生產總值物量指數計算。
資料來源：政府統計處。

圖3.1
實質本地生產總值增長率及主要開支項目的貢獻

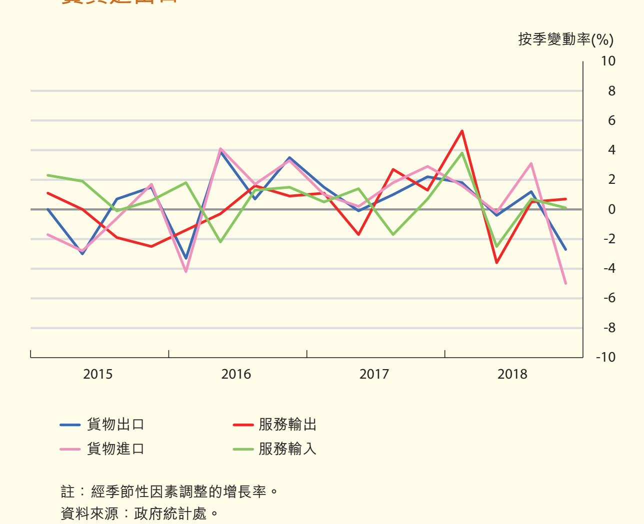


註：經季節性因素調整的增長率。
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

經濟活動轉弱主要因為消費及出口受中美貿易衝突的直接或間接影響所拖累。或許因為經濟不明朗因素增加以及本地資產價格調整帶來財富減值效應，所以私人消費增速有所放緩(圖3.1)。投資開支總額在營商信心脆弱下顯著下滑。香港對外貨物貿易表現亦轉差，於第4季中美兩國落實徵收額外關稅後尤甚(圖3.2)。儘管如此，由於進口總額比出口總額的減速更

快，所以貿易淨額在第4季仍對本地生產總值有正面貢獻。專題3會更仔細地審視香港的貨物貿易表現，並會探討短期前景及其相關風險。

圖 3.2
實質進出口



註：經季節性因素調整的增長率。
資料來源：政府統計處。

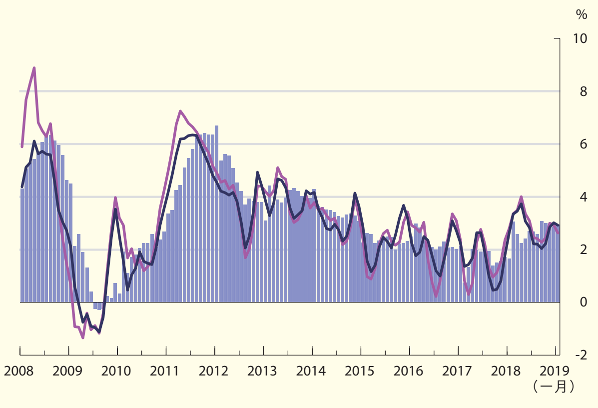
隨着經濟活動減弱，就業職位增長似乎於2018年下半年有所放緩。總就業人數於2018年年底僅增加0.1%至約3,873,000人，增幅較2018年上半年的0.8%為低。由於產出及就業增長疲弱，勞動生產力大致保持平穩，並沒有大幅改善的跡象。

由於全球經濟增長進一步減慢，預期2019年本港經濟增長將會放緩。面對外圍環境挑戰，預期香港的出口表現仍會受壓。本地方面，儘管失業率低企及家庭收入增加將繼續支撐私人消費，但部分受消費者信心轉弱以及較早前資產價格調整所導致的財富減值效應所影響，預期私人消費增速將會放緩。就固定資本形成而言，前景可能變得更不明朗。雖然隨着房屋供應增加，預期樓宇及建造活動仍會穩步增長，但企業可能隨着經濟不明朗因素增加而對資本投資變得更為審慎。香港採購經理指數等營商氣氛指標繼續在收縮區間徘徊，透過該指數對未來經濟增長的預測，預示短期內本地生產總值按年增幅將進一步減慢。政府預測2019年實質本地生產總值增長介乎2至3%，而私營機構分析師的最新增長預測介乎1.5至2.7%。本港增長前景受到上兩章所述的多項不明朗因素及風險影響。

3.2 通脹及失業率

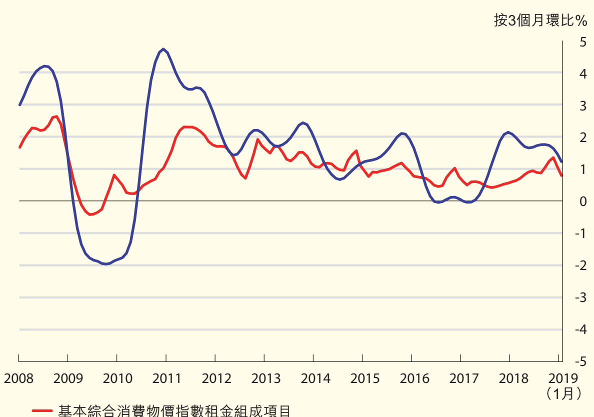
儘管本地通脹壓力在近月持續累積，但仍處於溫和水平。按年比較，基本綜合消費物價指數於2018年第3季及第4季分別錄得2.8%及2.9%的升幅，高於上半年2.4%的平均升幅。反映通脹動力的按3個月以年率計的基本通脹率於近期亦有所回升，從2018年7月的2.5%升至2019年1月的2.6%（圖3.3）。通脹動力輕微上升是由某些服務價格上升所帶動。早前新簽訂的私人住宅租金增長以及外出用膳價格加速上升繼續推高服務通脹（圖3.4）。然而，近幾個季度的勞工成本壓力仍大致保持溫和（圖3.5）。

圖 3.3
反映消費物價通脹的不同指標



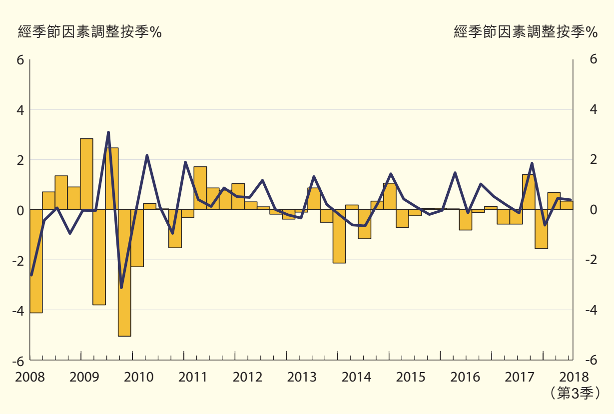
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

圖 3.4
綜合消費物價指數租金項目及市場租金



資料來源：政府統計處及差餉物業估價署。

圖 3.5
單位勞工成本及人均薪金

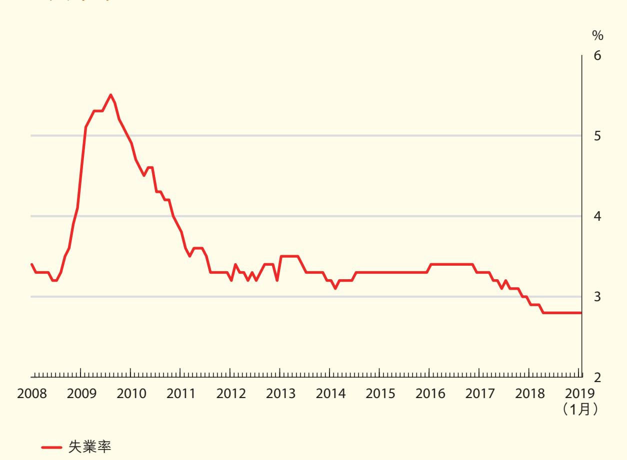


資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

展望未來，2019年本地通脹壓力應會保持溫和。這主要反映本地增長動力減弱。然而，較早前的私人住宅租金升勢會繼續傳遞至消費者價格通脹。市場共識預測全年整體通脹率為2.2%的溫和水平，而政府預測基本通脹率為2.5%。

上述通脹前景面臨上行及下行兩方面的風險。下行風險方面，經季節性因素調整的失業率保持在約2.8%，是逾20年來的最低水平（圖3.6）。如果勞工市場出乎意料惡化，當前接近零的產出缺口則會轉為負數，有可能對通脹構成額外的下行壓力。另一方面，如果中美貿易摩擦緩和，令本地經濟表現勝於預期，則可能會推高本地通脹。

圖 3.6
失業率



資料來源：政府統計處。

專題3
中美貿易爭端對香港對外貨物貿易的影響：初步證據及啟示

引言

中美貿易衝突於2018年下半年逐漸白熱化：美國在7月6日及8月23日分別對價值340億美元及160億美元的從中國內地進口貨品加徵25%的關稅。緊接着這兩項舉措，中國內地亦對等額的美國貨品加徵25%的關稅作為回應。美國於9月24日再加碼，向價值2,000億美元的從中國內地進口貨品加徵10%的關稅。中國內地隨即對價值600億美元的美國貨品加徵5至10%的關稅作為回應。此後，兩國展開談判以避免進一步加徵關稅。

由於香港向來是這兩個經濟體之間的轉口港，加徵關稅難免會從貿易渠道對香港產生直接的影響。[26]因此，中美貿易爭端對香港的宏觀經濟及金融穩定有重要啟示。本專題回顧香港近期貨物貿易表現，並探討其短期前景。我們亦會嘗試利用更精細的數據，分辨出受加徵關稅直接影響的貿易貨品，從而更仔細地審視加徵關稅的影響。

貨物貿易表現

我們為了分析關稅的影響，首先抽取六組香港轉口貨物數據，它們分別受到上一節所述的各輪加徵關稅所影響。在首兩輪加徵關稅中，美國主要對資本貨品及半製成品徵收關稅，而中國內地則主要針對農產品、化學品、醫療設備及能源設備徵收關稅。在第三輪關稅中，受影響的貨物範圍擴大，當中涵蓋更多消費品。為簡潔起見，我們將受到這三輪加徵關稅影響的貨物相應命名為清單1、清單2及清單3。

我們收集這些更精細的貿易數據後，集中分析香港轉口貨值的按年變動，以調整季節性因素的影響。此外，讀者在分析2018年9月的數據時亦需謹慎，因該月的貿易活動在一定程度上受超強颱風山竹所干擾。整體而言，本節的分析結果只應視為加徵關稅影響的初步證據。[27]

原產地為內地並受關稅影響的香港轉口

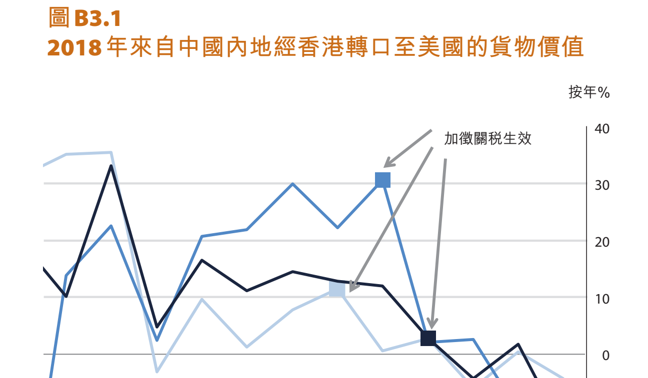
加徵關稅後不久，從中國內地經香港轉口至美國的相關貨品似乎已大幅減少或增長放緩（圖B3.1）。舉例而言，清單1及清單2的轉口增長在加徵關稅後首個月減慢，而清單3的轉口則錄得負增長。此外，三組清單的轉口於12月均錄得負增長。

[26] 當中亦可能透過間接渠道如金融渠道（例如由資產價格調整引致的金融狀況收緊）及不明朗因素渠道等產生影響。就後者而言，可參閱「專題2：不確定性對宏觀經濟的影響 — 貿易糾紛升溫對香港的啟示」，金管局《貨幣與金融穩定情況半年度報告》(2018年9月)。

[27] 更完整的分析應排除其他因素並單獨分析加徵關稅的影響。然而，我們暫時未能獲得這些計量經濟學分析所需的數據。

圖B3.1
2018年來自中國內地經香港轉口至美國的貨物價值

按年%

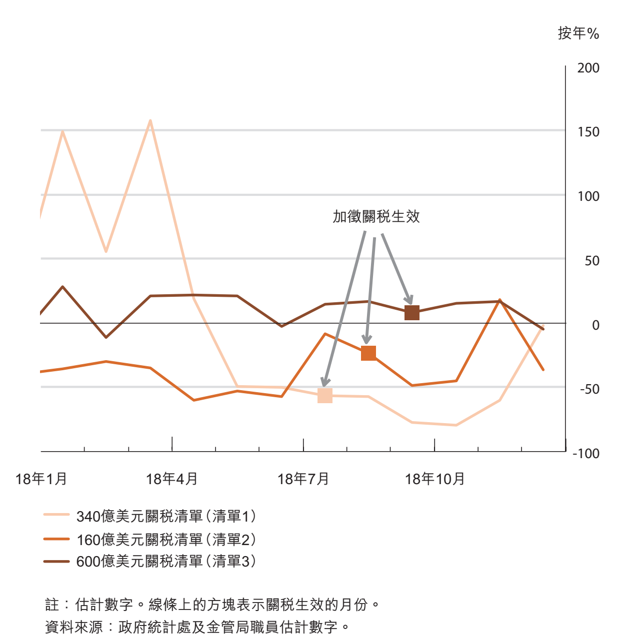


18年1月　18年4月　18年7月　18年10月

340億美元關稅清單(清單1)
160億美元關稅清單(清單2)
2,000億美元關稅清單(清單3)

註：估計數字。線條上的方塊表示關稅生效的月份。
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

圖B3.2
2018年來自美國經香港轉口至中國內地的貨物價值



註：估計數字。線條上的方塊表示關稅生效的月份。
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

原產地為美國並受關稅影響的香港轉口

相比之下，由美國經香港轉口至中國內地的貨品則表現各異(圖B3.2)。清單1的轉口似乎在加徵關稅後幾個月內大幅減少，然而在接近年底時卻有所回升。清單2的轉口全年大致處於負增長水平，而清單3的增長似乎大致平穩。

提前出貨(Front-loading)

由於關稅在宣佈與最終實施之間有時差(或由於單純加徵關稅的威脅)，企業可能會在預計關稅生效日期前增加受影響貨品的發貨。實際上，有一些資料與新聞報導均顯示這些提前出貨行為頗為普遍。部分私營機構分析師亦認為這些行為是加徵關稅前整體貿易數字表現強勁的部分原因。

更精細的貿易數據顯示某些關税清單貨品曾出現一些提前出貨的跡象，但似乎僅涉及來自中國內地轉口至美國的貨品（圖B3.1）。清單1及清單2的轉口增長率在各自的關税生效前幾個月均有所上升。另一方面，由美國經香港轉口至中國內地的增長率（圖B3.2）則無顯示企業有明顯的提前出貨行為。

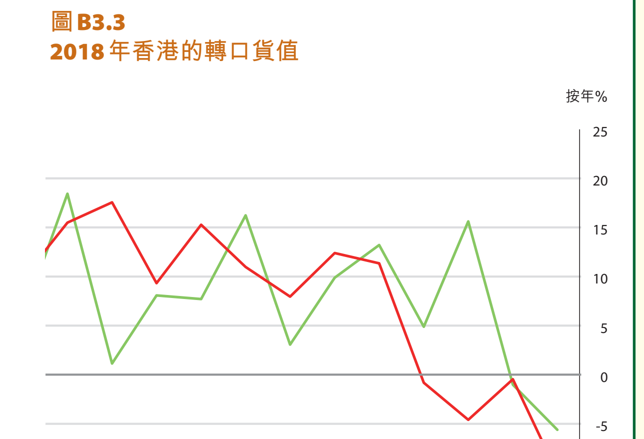
不受加徵關税影響的香港轉口

值得留意的是，直接受加徵關税影響的香港轉口（貨值）僅佔香港轉口總額約4至5%。我們為了更完整地了解香港的貿易表現，亦應檢視不受加徵關税影響的轉口。

我們發現不受加徵關税影響的轉口於2018年的最後兩個月均錄得負增長（圖B3.3）。另外，受關税影響的轉口增長（紅色線）自第3季起跌幅明顯較大，反映關税的影響顯著。

不受加徵關税影響的轉口增長放緩，部分是反映更廣泛的外圍需求轉弱。隨着貿易摩擦持續導致不明朗因素增加、全球金融狀況收緊以及地緣政治風險上升，外圍需求有可能更廣泛地受壓。特別是貿易衝突已拖累全球經濟情緒及活動，這體現在主要股票市場的調整上。其他經濟體進口需求因而受到拖累，抑制香港對外貿易的表現。

圖B3.3
2018年香港的轉口貨值

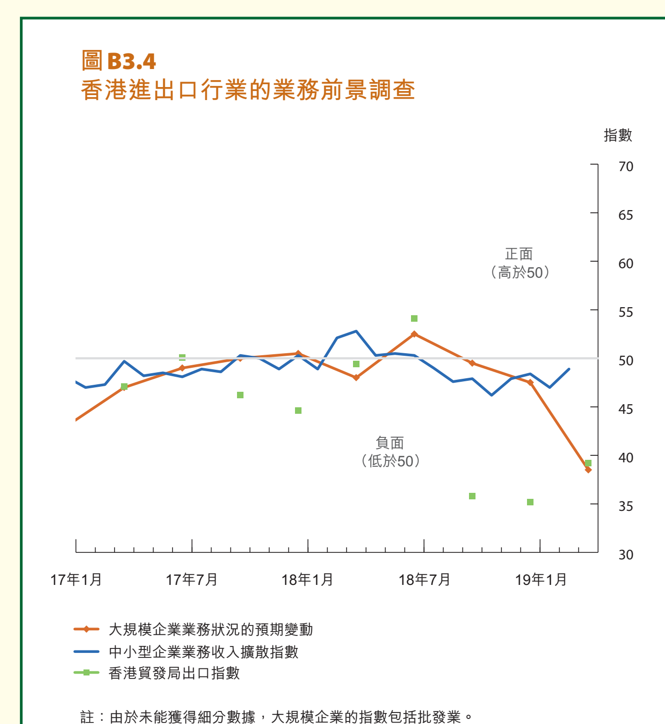


註：估計數字。
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

對香港的啟示

即使中美貿易摩擦緩和，香港貨物貿易的短期前景仍具挑戰。2019年全球增長可能放緩（見第2章），勢將進一步抑制香港的出口表現。各類營商氣氛指標顯示不論大小規模的企業均看淡其業務前景（圖B3.4），貿易行業的營商氣氛尤其低迷。物流等其他與貿易相關的行業亦可能會受到影響。

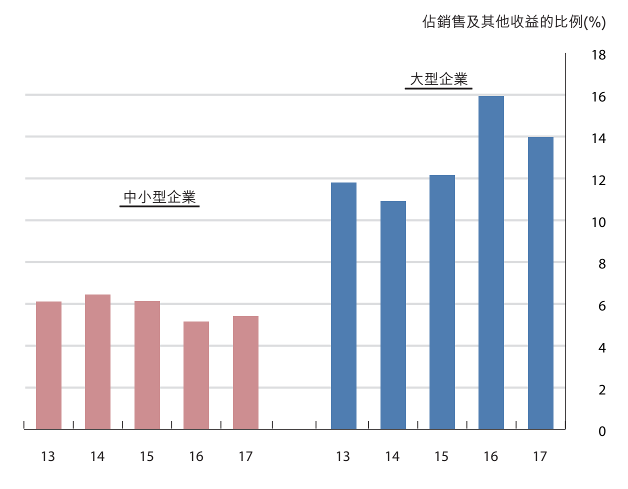
圖B3.4
香港進出口行業的業務前景調查



註：由於未能獲得細分數據，大規模企業的指數包括批發業。
資料來源：政府統計處及香港貿易發展局。

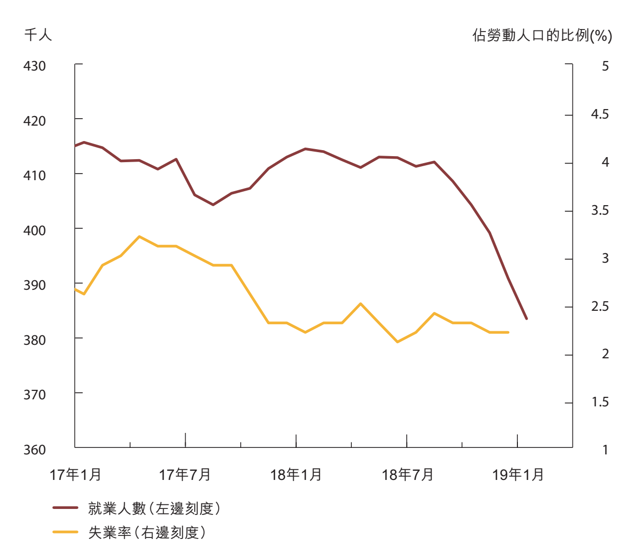
作為香港的四大主要行業之一，貿易及物流業[28]對本地生產總值及就業的貢獻約佔五分之一。因此，我們應密切留意中美貿易衝突對整體經濟及勞工市場的影響。由於中小型企業是進出口貿易業的主要僱主，而且它們的盈利率一般較低[29]（圖B3.5），因此更易受貿易衝擊所影響，從而波及它們聘用員工的意欲。中小型企業於2017年佔該行業總數達99%，僱用人數佔78%。[30]若對外貿易狀況進一步惡化，可能會考驗本地勞工市場的韌力。事實上，儘管該行業的失業率尚未出現惡化的跡象，但其就業人數自2018年8月以來已顯著減少（圖B3.6）。


圖B3.5
進出口貿易業過去五年的盈利率



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

圖B3.6
香港進出口貿易業的勞工市場狀況



資料來源：政府統計處。

---

[28] 除進出口貿易外，貿易行業亦包括批發行業。物流業包括貨運及倉儲服務以及郵政及快遞服務。

[29] 稅前盈利率（簡稱為盈利率）指盈利（並未扣除稅項、出售物業、機器及設備的收益／虧損、壞賬／撇賬、撥備等）與業務收益的比率。

[30] 按照常規定義，就非製造業企業而言，中小型企業是指僱員或就業人員少於50人的企業。

結論

本專題揭示中美貿易衝突正在衝擊香港的對外貨物貿易表現。更精細的數據顯示加徵關税後產生了即時的負面影響，其中對由中國內地經香港轉口至美國的貨品的負面影響尤其顯著。有一些證據顯示企業有提前出貨行為。此外，不受加徵關税影響的轉口於2018年年底時下滑，或反映更廣泛的外圍需求轉弱。隨着貿易摩擦持續導致不明朗因素增加、全球金融狀況收緊以及地緣政治風險上升，外圍需求有可能更廣泛地受壓。

由於全球增長減速，即使中美貿易摩擦緩和，香港貨物貿易的短期前景仍具挑戰。就行業而言，進出口貿易業將首當其衝，並有可能對整體經濟及勞工市場帶來負面影響。尤其是該行業的中小型企業的盈利率相對較低，可能更易受到影響。

4. 貨幣及金融狀況

港元匯率於9月及11月走強，部分反映因預期季節性資金需求帶動流動性收緊，令套息交易平倉。踏入2019年，部分由於企業匯回新股集資所得資金，以及市場重新建立套息交易持倉，港元匯率逐漸走軟，並於3月份觸發弱方兌換保證。儘管如此，港元交易仍然保持暢順有序。香港銀行同業拆息於2018年下半年普遍上升，反映美國加息預期及季節性資金需求，其後於2019年1月回落。展望未來，面對中美貿易摩擦持續、英國脱歐談判、以及美國貨幣政策正常化步伐變得較為難以預測等不明朗因素，港元的資金流或會較為波動。若港美息差仍然維持較大差距，市場套息活動或會持續，以致港元於未來一段時間繼續偏弱，並可能再次觸發弱方兌換保證，這符合聯繫匯率制度的設計。

4.1 匯率及資金流

繼弱方兌換保證於8月下旬被觸發後，港元匯率偏離7.8500，並在7.8062至7.8499之間上落[31]，直至2019年3月港元再度觸發弱方兌換保證合共4次（截至3月19日）（圖4.1）。港元匯率於9月短暫上升，部分反映在流動性收緊下，套息交易平倉，但其後於10月逐步下跌。港元於11月以後再度回穩，這是由於年終資金需求帶動流動性收緊，導致套息交易平倉。踏入2019年，現貨匯率轉弱，部分反映企業匯回新股集資所得資金及市場重新建立套息交易持倉。因港美息差在年結過後擴闊，引發市場人士買美元沽港元的套息活動，帶動港元逐漸轉弱，弱方兌換保證於3月份再度被觸發。儘管弱方兌換保證被觸發，港元交易繼續暢順有序。

總結餘自8月以來保持於約760億港元水平（圖4.2），3月份弱方兌換保證被觸發後，稍為下降至709億港元（截至3月19日）。2018年4月至今流出港元的資金，只佔自2008年以來流入約一萬億港元的一小部分。

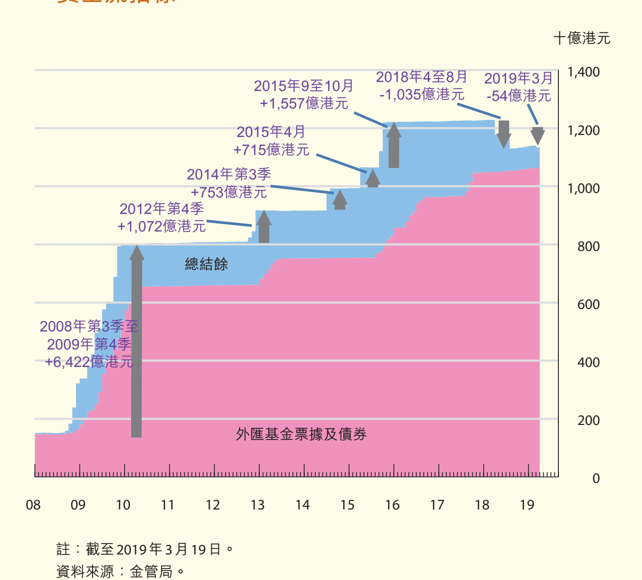
[31] 以收市匯率為基準。

圖 4.1
港元匯率



註：截至 2019 年 3 月 19 日。
資料來源：金管局。

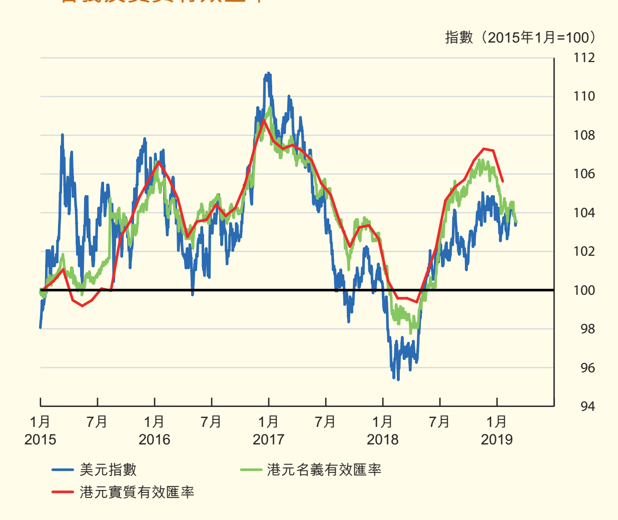
圖 4.2
資金流指標



註：截至 2019 年 3 月 19 日。
資料來源：金管局。

港元的名義有效匯率指數大致跟隨美元變動，於回顧期內繼續上升（圖 4.3）。由於香港與其貿易夥伴之間的通脹率差距甚小因而對港元實質有效匯率指數影響有限，港元實質有效匯率指數的走勢大致跟隨名義有效匯率指數。

圖 4.3
名義及實質有效匯率



註：實質有效匯率指數經季節因素調整，僅有月度數據。
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

最新的國際收支平衡統計資料顯示，證券投資於 2018 年第 3 季繼續錄得流出。在市場氣氛疲弱、股票市場波動加劇的情況下，本地居民的股票證券投資流出加快，抵銷第 3 季非本地居民的證券投資流入有餘（表 4.A）。[32] 相比之下，本地居民及非本地居民的債務證券投資於第 3 季錄得流入。

表 4.A
跨境證券投資資金流

註：正值顯示資金流入。
資料來源：政府統計處。

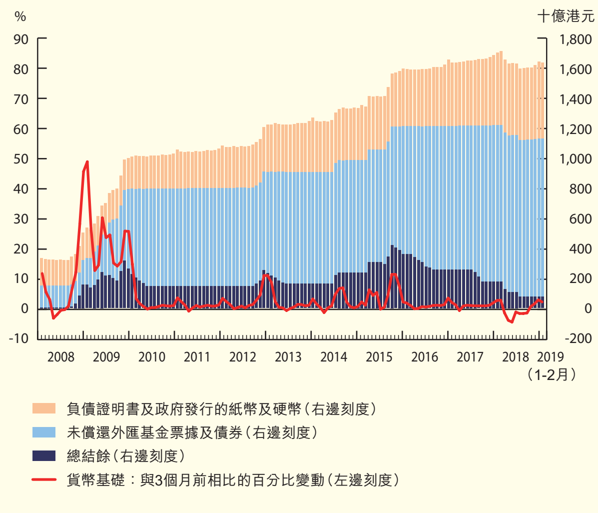
[32] 在編寫本報告時，第 4 季的國際收支平衡統計資料尚未發佈。

展望未來，面對中美貿易摩擦持續、英國脱歐談判、以及美國貨幣政策正常化步伐變得較為難以預測等不明朗因素，資金流波動或會加劇。此外，港元與美元利率之間顯著的負息差或會刺激套利交易活動，引致資金外流。在聯繫匯率制度[33]之下，港元匯率或會轉弱，亦有可能再度觸發弱方兑換保證。資金外流與弱方兑換保證可能被觸發都是聯繫匯率制度下的正常運作。

4.2 貨幣環境及利率

儘管美國利率正常化進程持續，以及弱方兑換保證於4月至8月多次被觸發，但香港的貨幣環境於2018年下半年仍然保持寬鬆。港元貨幣基礎於下半年輕微縮減0.7%，於2018年年底為16,329億港元（圖4.4）。貨幣基礎縮減主要是由於2018年8月觸發弱方兑換保證，導致總結餘由2018年6月底的1,095億港元減至2018年年底的764億港元，而負債證明書、政府發行的流通紙幣及硬幣、未償還外匯基金票據及債券則略有增加。港元貨幣基礎於2019年首兩個月大致保持穩定，總結餘自8月以來沒有明顯變動。隨後由於3月份弱方兑換保證被觸發，總結餘稍為下降至約709億港元（截至3月19日）。

圖4.4
貨幣基礎的組成部分

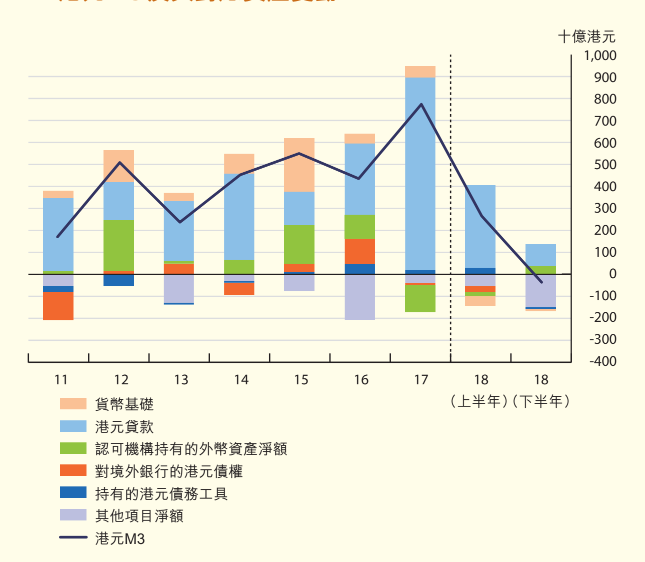


資料來源：金管局。

至於更廣義的港元貨幣供應指標方面，貨幣供應增速於下半年普遍放緩，部分反映宏觀經濟及金融環境的不明朗因素增加。港元廣義貨幣供應（港元M3）於上半年增長3.6%，於下半年則僅輕微增長0.1%（圖4.5）。作為港元M3的主要組成部分，港元存款與6月底比較則變動不大（圖4.6）。在港元存款中，活期存款及儲蓄存款有所下跌，部分由於下半年投資相關交易減少所致；另一方面，由於存款利率上調，定期存款繼續錄得強勁增長。對應資產分析顯示，由於銀行資本及儲備（計入「其他項目淨額」）的變動，港元M3增長放緩。

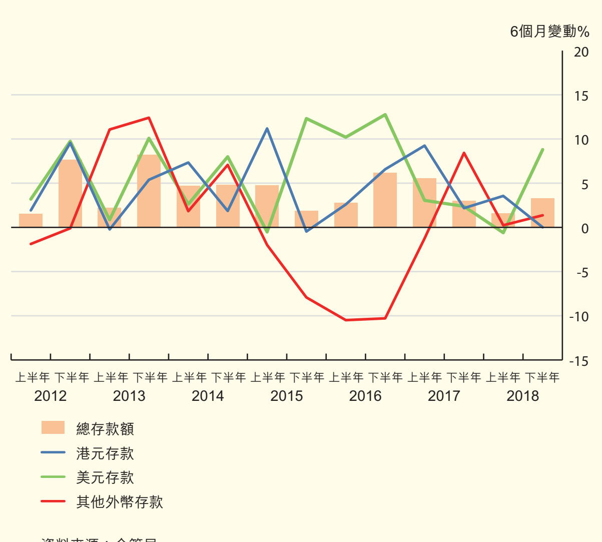
[33] 聯繫匯率制度按照其設計運作，並符合新近制定的匯率目標範圍模型。有關模型充分反映及闡明在具備完全公信力的兑換範圍內的匯率變化，以及與相關息差的關係。有關詳情，請參閱「聯繫匯率制度的運作—機制與理論」，金管局季報，2018年12月號，第1–10頁。

圖 4.5
港元 M3 及其對應資產變動



註：貨幣概覽中的港元M3乃經過調整，以計及外幣掉期存款及剔除持牌銀行的政府存款及外匯基金存款。
資料來源：金管局職員估計數字。

圖 4.6
存款增長

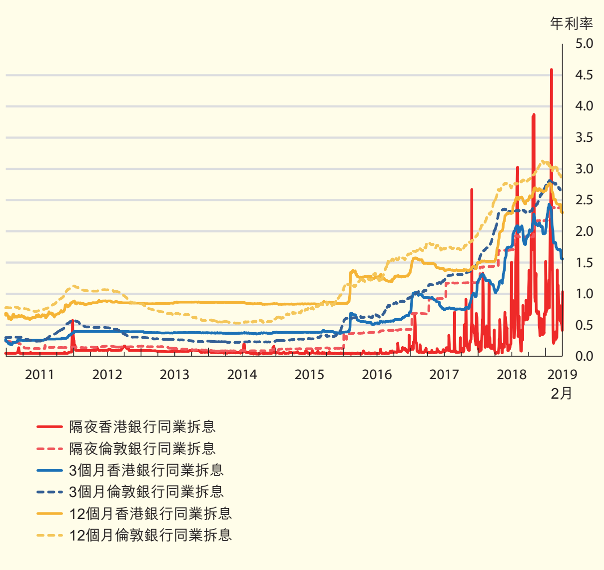


資料來源：金管局。

外幣存款於下半年增速加快。由於銀行上調美元的優惠存款利率後吸納的存款增加，美元存款於下半年強勁增長8.8%，因而成為外幣存款增長的主要推動因素（圖4.6）。其他外幣存款於下半年輕微增長1.4%，其中人民幣存款繼續錄得增長。整體而言，下半年認可機構的存款總額溫和增長3.3%，略快於上半年1.6%的增幅。

儘管港元貨幣基礎及存款規模仍然龐大，但港元銀行同業拆息於2018年下半年開始面臨一定的上升壓力，主要反映美國加息。季節性的流動資金需求偶爾推高短期銀行同業拆息，導致後者相較長期銀行同業拆息波動更大（圖4.7）。3個月及12個月香港銀行同業拆息於12月分別平均為2.32%及2.74%，較6月平均值高約30個基點。踏入2019年，由於季節性需求減退，港元銀行同業拆息整體下跌。3個月及12個月香港銀行同業拆息於2月的平均值分別跌至1.65%及2.39%。

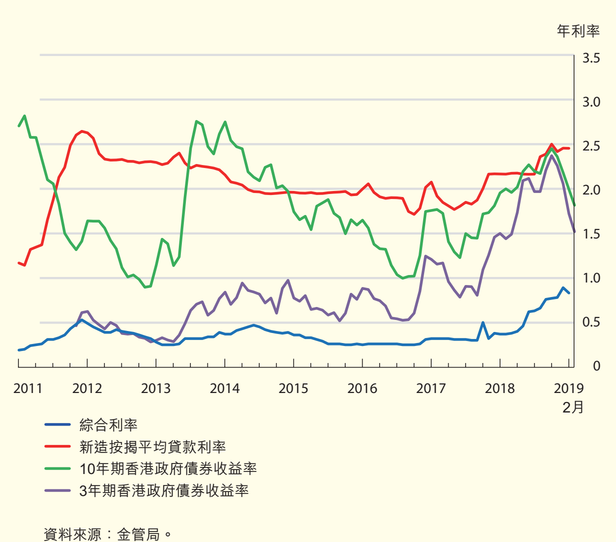
圖 4.7
港元與美元銀行同業拆息



資料來源：CEIC及金管局。

港元收益率曲線於2018年下半年下移，大致跟隨美元收益率曲線的變動。相對2018年6月底而言，3年期及10年期香港政府債券收益率分別下跌45及37個基點至2019年2月底的1.56%及1.83%（圖4.8）。

圖 4.8
政府債券收益率、綜合利率及新造按揭平均貸款利率



資料來源：金管局。

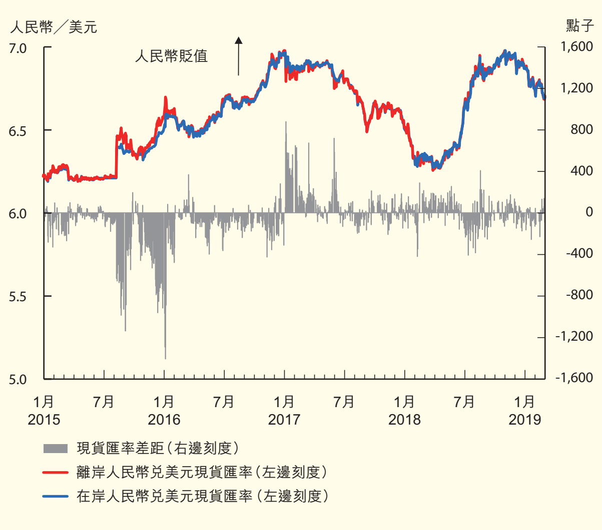
回顧期內，衡量零售銀行平均港元融資成本的綜合利率輕微上升。反映銀行同業及存款融資成本的變動，綜合利率由6月底的0.62%上升至2018年12月底的0.89%，隨後於2019年1月底回落至0.83%（圖4.8）。鑑於融資成本上升，繼美國聯邦基金利率目標範圍於9月上調後，零售銀行將其最優惠貸款利率提高12.5至25.0個基點。而在美國聯邦基金利率目標範圍於12月再度上調後，零售銀行未有再次對最優惠貸款利率作出調整。另一方面，新造按揭平均貸款利率跟隨最優惠貸款利率上升，於2019年1月底約為2.45%。

展望未來，美元利率走勢、資金流向、以及本地金融市場活動（例如新股認購活動）將繼續是港元利率的主要推動因素。鑑於港元貨幣基礎仍然龐大，而銀行體系持有大量外匯基金票據，由於銀行可將外匯基金票據作為抵押，在貼現窗借入港元資金，港元利率的上升步伐應較為溫和。

離岸人民幣銀行業務

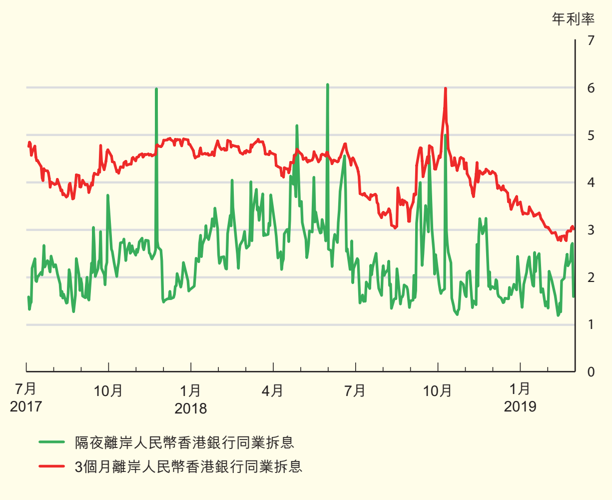
在中美貿易摩擦加劇的背景下，離岸人民幣和在岸人民幣匯率自2018年初以來兑美元錄得貶值（圖4.9）。然而，在中美已恢復高層貿易談判而帶動的樂觀情緒下，離岸人民幣和在岸人民幣匯率於11月回穩。與此同時，在岸人民幣與離岸人民幣之間的差價於回顧期內並不顯著。

圖 4.9
在岸及離岸人民幣匯率



資料來源：彭博。

圖 4.10
隔夜及 3 個月離岸人民幣香港銀行同業拆息定價



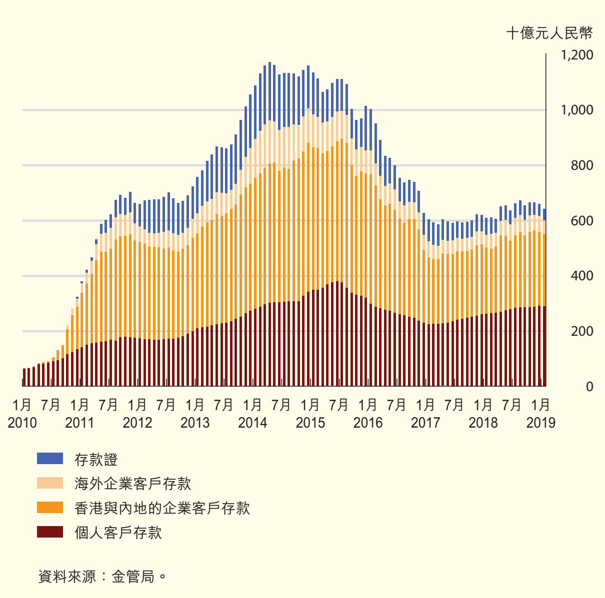
資料來源：CEIC。

目前，持續的中美貿易摩擦尚未對離岸銀行同業市場的資金狀況造成重大影響。由於流動性狀況大致保持穩定，隔夜離岸人民幣香港銀行同業拆息於回顧期大部分時間低於4%，僅受季節性因素影響而偶爾上升（圖4.10）。3個月離岸人民幣拆息於2018年9月至12月期間徘徊於4%左右，其後於2019年2月底跌至3.02%，這可能反映中國人民銀行最近推出的貨幣寬鬆措施。[34]儘管如此，中美貿易談判的進展於2019年對離岸人民幣銀行同業市場的流動性有何影響，仍有待觀察。

香港的離岸人民幣資金池於2018年下半年穩步擴張。人民幣客戶存款及存款證餘額增長略快於上半年2.6%的增幅，於下半年增長3.7%至2018年年底的6,577億元人民幣（圖4.11及表4.B）。這主要為人民幣客戶存款所帶動，上半年的增長為4.5%而下半年則錄得5.2%的增長。當中企業客戶存款的增速比個人客戶存款的增速快。然而，存款證餘額於下半年進一步下降14.1%，主要是由於存款證發行減少，以及相對較多的存款證於10月份到期。

[34] 有關措施詳情，請參閱本報告第2.2章「財政及貨幣政策」一節。

圖 4.11
香港的人民幣存款及存款證



資料來源：金管局。

表 4.B
離岸人民幣銀行業務統計

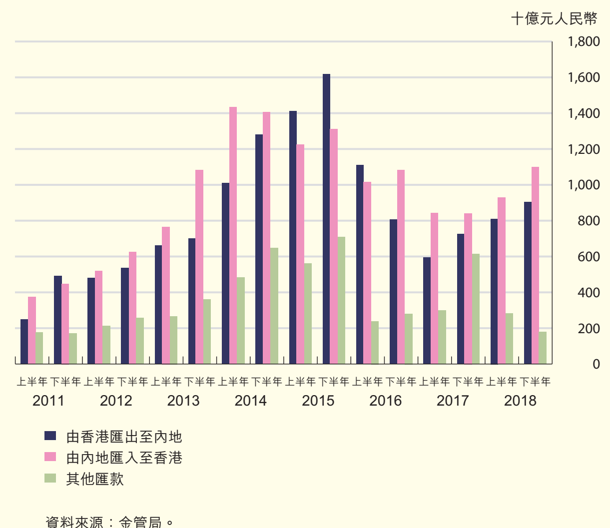
	2017 年 12 月	2018 年 12 月
人民幣存款及存款證（十億元人民幣）	618.4	657.7
其中：		
人民幣存款（十億元人民幣）	559.1	615.0
人民幣存款佔存款總額 (%)	5.3	5.2
人民幣存款證（十億元人民幣）	59.3	42.7
未償還人民幣貸款（十億元人民幣）	144.5	105.6
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	203	200
應付海外銀行的金額（十億元人民幣）	95.4	80.4
應收海外銀行的金額（十億元人民幣）	131.3	132.8
	2017	**2018**
香港人民幣貿易結算（十億元人民幣）	3,913.9	4,206.2
其中：		
由內地匯入至香港（十億元人民幣）	1,682.5	2,027.0
由香港匯出至內地（十億元人民幣）	1,318.3	1,715.3
香港人民幣即時支付結算系統的交易額（期內每日平均數額；十億元人民幣）	903.6	1,010.1

資料來源：金管局。

儘管香港的離岸人民幣資金池穩步擴張，但香港的人民幣借貸活動繼續偏弱。未償還人民幣銀行貸款於下半年進一步下降14.3%至2018年年底的1,056億元人民幣，但較上半年14.7%的跌幅稍微放緩。

與此同時，香港的人民幣貿易結算於下半年錄得增長。香港銀行處理的人民幣貿易結算交易額於2018年下半年達到21,846億元人民幣，較上半年增長8.1%（圖4.12）。2018年全年而言，人民幣即時支付結算系統的日均成交金額由2017年的9,036億元人民幣進一步增長至10,101億元人民幣。

圖 4.12
人民幣貿易結算匯款



資料來源：金管局。

短期而言，香港離岸人民幣市場的發展將繼續取決於內地的宏觀金融狀況及人民幣匯率的走勢。儘管中美貿易摩擦持續，但隨著內地的資本帳開放、股票與債券的互聯互通發展、以及「一帶一路」與「粵港澳大灣區」倡議下推動的區內經濟合作，預期香港的離岸人民幣業務將繼續拓展。

資產市場

於回顧期初，由於美國貨幣政策持續收緊，以及中美貿易衝突升級，香港股市大幅調整，但由於聯儲局表明對貨幣政策持「保持耐性」的態度，加上中美達成貿易協定的可能性增加，市場於期末大幅回升。港元債務市場去年在發行量穩定增長的情況下持續擴張，而離岸人民幣債務市場則收縮。隨着中美貿易摩擦加劇及金融狀況收緊，住宅物業市場於2018年下半年降溫，其後於2019年年初有回穩跡象。

4.3 股市

本地股票市場在回顧期如過山車般大上大落。由於美國多次加息及中美貿易摩擦升級，恒生指數於期初持續下挫，於10月底跌至17個月低位（圖4.13）。內地經濟進一步放緩，美國經濟亦顯現疲態，多家公司發佈的盈利業績遜於預期，令投資意欲減弱，美股價格亦大幅下跌。其後，民主黨與共和黨在墨西哥邊界築牆經費問題上陷入僵局，導致美國政府部分機構停擺，市場氣氛進一步轉差。加上收益率曲線似有倒掛之勢，不明朗因素更令經濟前景蒙上陰影。

然而，這些不利發展亦有積極的一面：就是有力地推動了兩個經濟強國重回談判桌。在貿易休戰期間，雙方均展現友好的姿態，並表明願意作出讓步。特別是，儘管美國對一家主要中國電訊公司提出起訴，令問題變得棘手，但中國大額購買農產品，令雙邊貿易差距收窄，並加大法律改革力度，為外商直接投資提供便利。隨著聯儲局表明轉向更「保持耐性」的貨幣政策立場，市場於回顧期末審慎反彈，有跡象顯示資金可能又再次流入（圖4.15）。

整體而言，2018年9月至2019年2月期間，主要由於最後兩個月有所回升，恒生指數及恒生中國企業指數（亦稱作H股指數）分別小幅上升3.32%及5.12%。期權引伸波幅於去年底一度急升，但其後因市場情緒平復而回落（圖4.14）。偏斜指數於期內亦顯著下滑，表明市場並未如前般關注對沖下跌風險。[35]

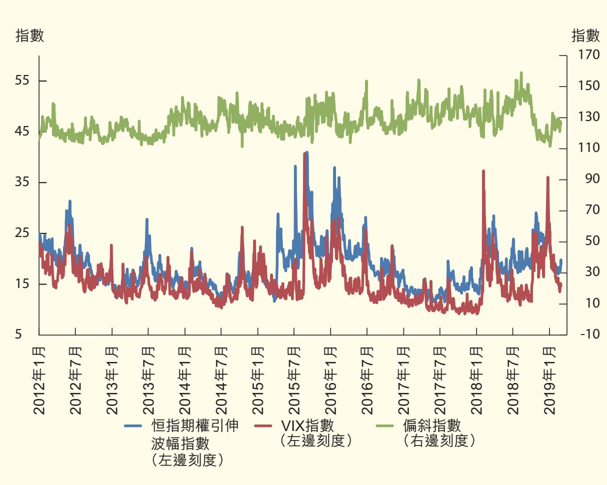
[35] 偏斜指數由芝加哥期權交易所根據標普500價外期權的價格計算。偏斜值為100，即表示30日期間發生異常負回報的概率微不足道。隨着偏斜升至100以上，標普500指數回報分佈的左尾權重增加，表明發生異常負回報的概率變得更加顯著。詳情請參閱 https://www.cboe.com/products/vix-index-volatility/volatility-indicators/skew。

圖 4.13
香港股票價格



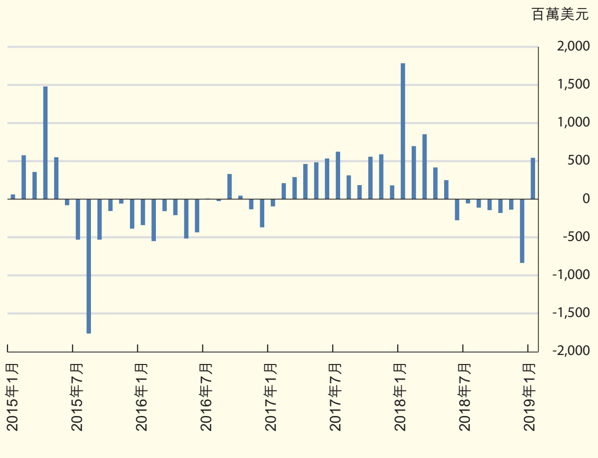
資料來源：彭博。

圖 4.14
恒指及標普 500 的期權引伸波幅，以及偏斜指數



資料來源：彭博。

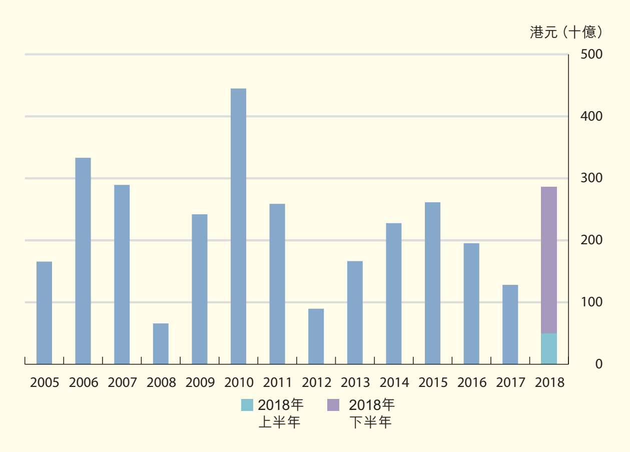
圖 4.15
香港的股票市場基金淨流量



資料來源：EPFR Global。

有別於疲弱的股價表現，香港一級市場於 2018 年錄得顯著增長。這一定程度上歸因於 4 月推行上市規則改革，允許雙重股權架構及尚未盈利的生物科技公司於香港交易所上市。去年，新股集資所得資金增長 125% 至 2,865 億港元，使香港再次登上全球新股集資排行榜榜首（圖 4.16）。

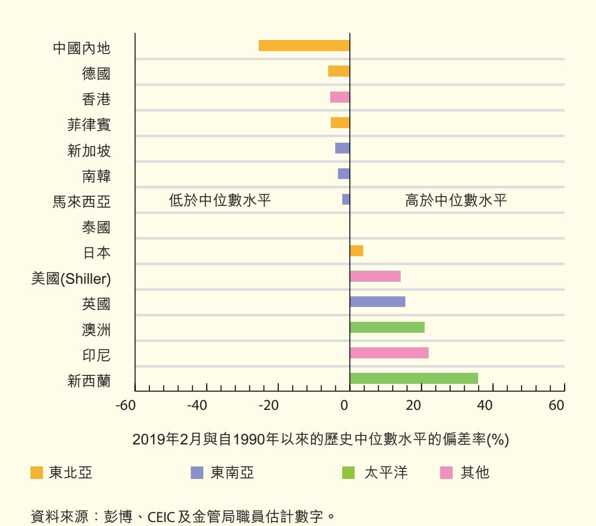
圖 4.16
香港首次公開招股市場



資料來源：CEIC 及香港交易所。

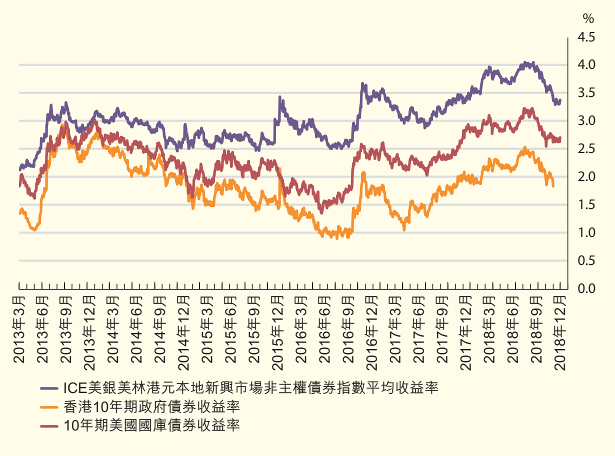
展望未來，本地股票市場仍將受外圍環境影響。美國貨幣政策前景或會成為唯一亮點。但因中美尚未在貿易協定的實施及結構上的細節達成共識，尤其是受高度政治化的起訴案件而變得錯綜複雜的高科技領域，因此目前的貿易談判結果仍極不明朗。另外，英國硬脫歐風險、意大利財政困局及委內瑞拉政治危機等事態的發展仍懸而未決。全球來看，香港股市的估值仍然偏低，但倘若上述事件轉趨不利並引致動盪，則低估值未必能提供足夠的緩衝（圖 4.17）。

圖 4.17
亞太區及其他主要市場的經週期性調整市盈率



資料來源：彭博、CEIC及金管局職員估計數字。

圖 4.18
港元主權及非主權債券與10年期美國國庫債券的收益率

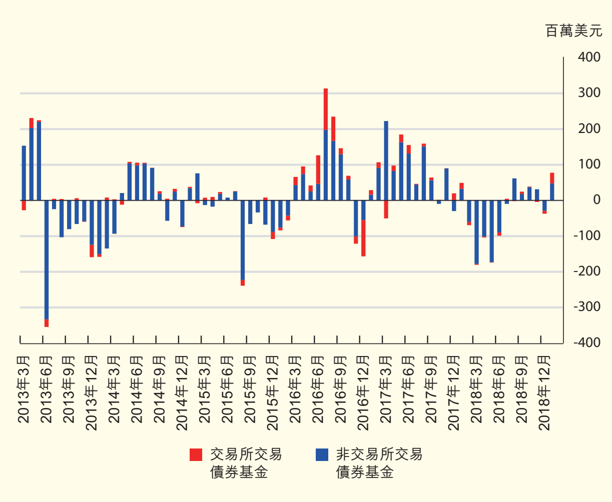


資料來源：金管局及ICE Data Indices。

4.4 債券市場

在發行量穩步增長的帶動下，港元債券市場於2018年繼續擴張，而主權及非主權債券收益率持續上升一段時間後，自第4季開始回調（圖4.18）。隨著市場預期聯儲局將採取更「保持耐性」的方式調整其目標政策利率，港元債券收益率與美國國庫債券收益率雙雙下跌。在美國貨幣政策正常化步伐放緩的背景下，東亞經濟體面對的資金流出壓力有所緩解，國際投資者逐漸由觀望轉為入市。因此，自去年8月以來，債券基金淨流量轉為正值，反映市場對港元債券的需求似有增加（圖4.19）。

圖 4.19
香港的交易所買賣及非交易所交易買賣債券基金淨流量

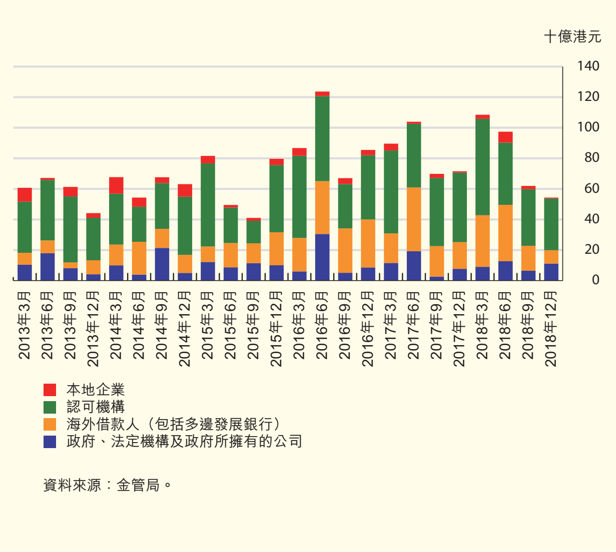


資料來源：EPFR Global。

2018年港元債券的總發行量較去年增長6.6%至35,551億港元，主要由於外匯基金的發行額強勁，將私營機構所發行債券的跌幅抵銷有餘（圖4.20）。因此，截至12月底，港元債券未償還金額按年增長2.4%至18,445億港元（圖4.21），相當於港元M3的25.3%或銀行業以港元計價的資產的20.8%。其中，

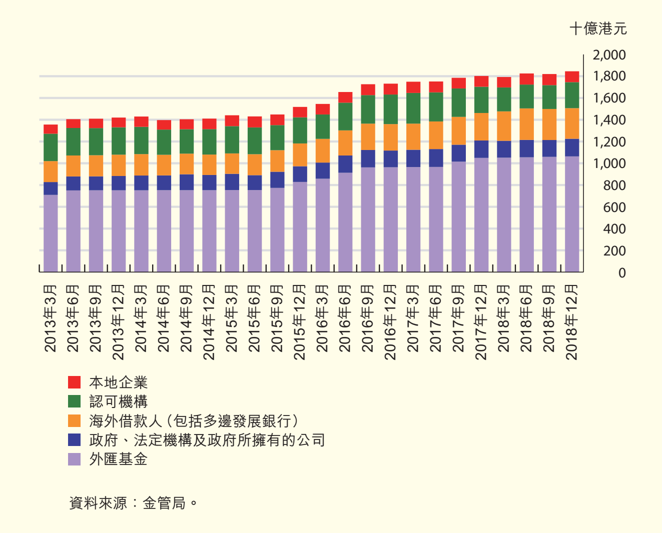
海外借款人（包括多邊發展銀行）的未償還債務金額較上年增加11.0%至2,815億港元，足以抵銷本地私營機構未償還債務按年下跌0.5%的跌幅。

圖4.20
新發行的非外匯基金票據及債券港元債券



資料來源：金管局。

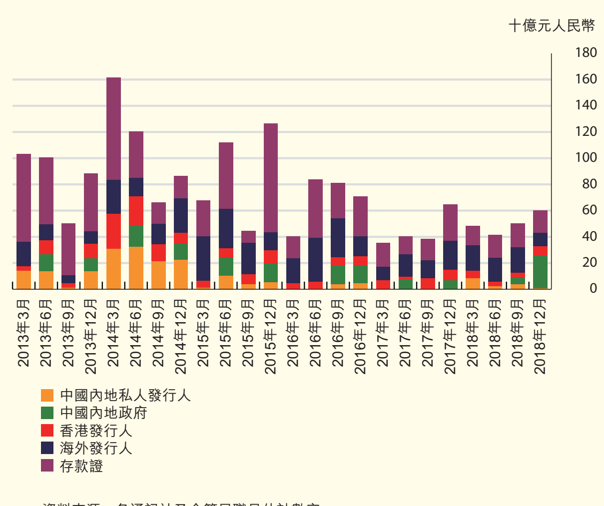
圖4.21
未償還的港元債務



資料來源：金管局。

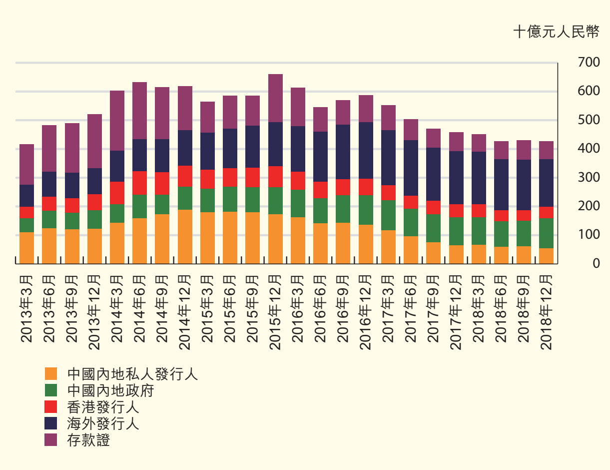
香港離岸人民幣債券一級市場的氣氛好壞參半，新發行量在連續三年減少後，於2018年出現初步復甦跡象。2018年，發行總額按年增長11.5%至2,000億元人民幣，主要由於中國內地私人發行人、中國內地政府及海外發行人的發行額回升（圖4.22）。儘管如此，由於發行額的增幅被到期債券抵銷有餘，香港離岸人民幣債務證券的未償還總額按年下滑7%，截至2018年12月底為4,270億元人民幣，部分反映企業繼續去槓桿及營商前景更黯淡（圖4.23）。與此同時，在岸融資成本與離岸融資成本之間的差距於回顧期內有所擴闊，進一步凸顯借款人滾轉離岸債務的意欲較低（圖4.24）。

圖4.22
新發行的離岸人民幣債務證券



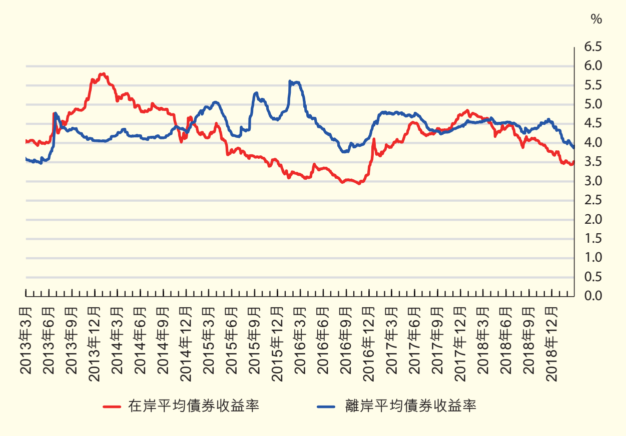
資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

圖4.23
香港的未償還離岸人民幣債務證券及人民幣存款



資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

圖 4.24
在岸與離岸人民幣債券指數的平均收益率



資料來源：彭博、恒生指數有限公司及中央國債登記結算有限責任公司。

展望未來，儘管市場預期美國放緩收緊貨幣政策的步伐，本港債券市場在短期內仍充滿挑戰。特別是繼中美貿易衝突爆發及市場擔憂全球經濟放緩後，企業在作出新投資時會更為審慎，從而降低它們發行港元及離岸人民幣債券的意欲。然而，快速增長的綠色債券市場有望成為新亮點。香港作為國際金融中心及全球人民幣業務樞紐，具備優良條件從需求日益增長的綠色金融產品中獲利，並為中國內地及海外綠色項目提供融資平台。政府的支持舉措亦將促進該市場的發展。[36]

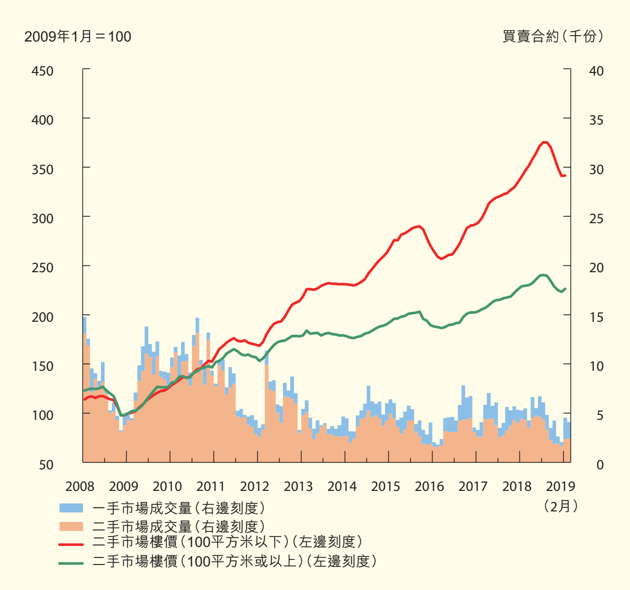
4.5 物業市場

住宅物業市場

隨着中美出現貿易摩擦、股票市場調整、本地最優惠貸款利率上升及本地經濟活動減弱，住宅物業市場於2018年下半年降溫。住宅物業每月平均成交量較上半年下跌逾30%至3,892宗（圖4.25）。樓價亦從7月份的高位下跌至年底，跌幅達9.0%。其中中小型單位（實用面積小於100平方米）價格下跌速度較大型單位（實用面積100平方米或以上）為快。整體樓價於2018年全年僅上升1.8%，是自2009年以來最慢的增長。

二手市場樓價於2019年年初有回穩跡象，而整體市場成交量亦有所回升，部分原因是更多地產發展商以較過往更具吸引力的價格推出新盤來吸引買家。

圖 4.25
住宅物業價格及成交量

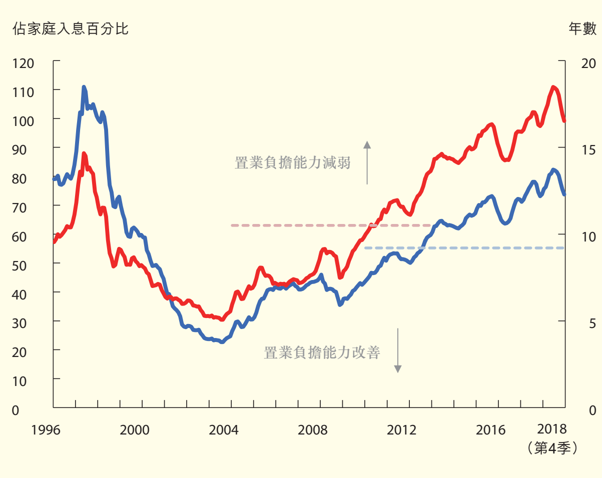


資料來源：差餉物業估價署及土地註冊處。

36 有關詳情，請參閱《貨幣與金融穩定情況半年度報告》（2018年9月）第4.4章。

儘管近期樓價下跌，但置業負擔能力仍然偏緊。樓價與收入比率在2018年第4季高企於17.0，相比起1997年的高峰值14.7為高；而收入槓桿比率則為75.7%，仍遠高於其長期平均值（圖4.26）。[37] 主要由於樓價下跌，小型單位及大型單位的住宅租金回報率於近幾個月均見回升（圖4.27）。因此，衡量購置與租賃一般住宅單位相對成本的買租價差[38] 於2018年下半年收窄，然而在第4季仍然高企於180.9%。

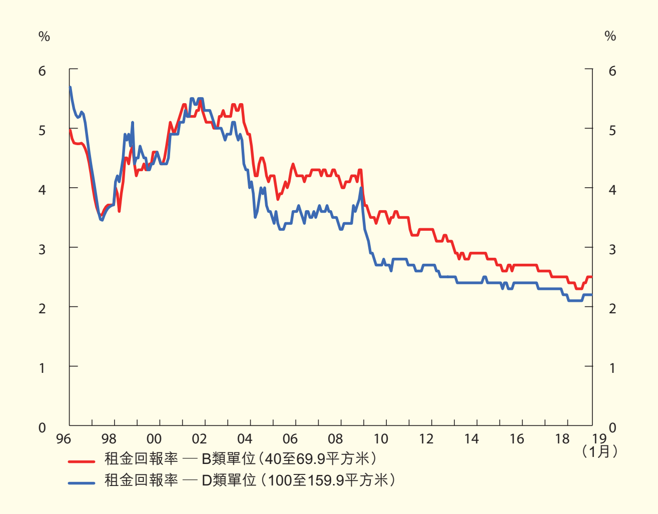
圖 4.26
置業負擔能力指標



收入槓桿比率（左邊刻度）
收入槓桿比率長期平均數（左邊刻度）
樓價與收入比率（右邊刻度）
樓價與收入比率長期平均數（右邊刻度）

資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及金管局職員估計數字。

圖 4.27
租金回報率



資料來源：差餉物業估價署。

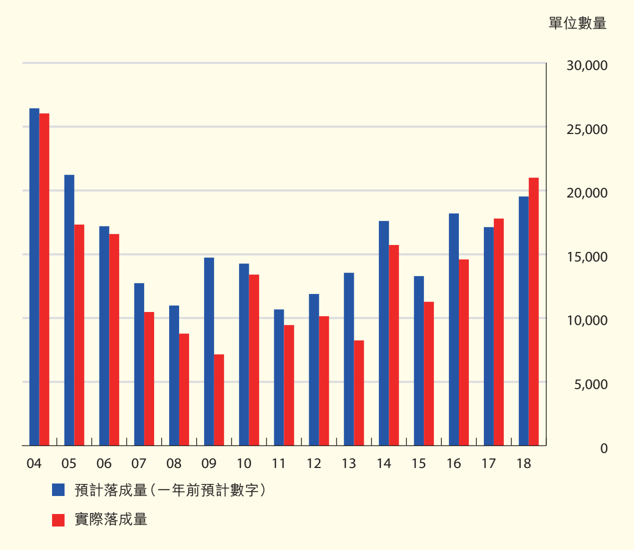
雖然住宅物業市場面臨若干下行壓力，但金管局在過去數年實施的八輪宏觀審慎監管措施已有助銀行增強風險管理及銀行業抵禦樓價調整的能力。新批出按揭的平均按揭成數從2009年首次實施措施前的64%降至2019年1月份的46%。此外，供款與入息比率亦降至35.1%。

由於住宅物業市場受眾多外圍及本地因素所影響，其前景並不明朗。外圍方面，中美貿易磨擦的不確定性將有可能影響市場情緒、經濟前景及金融狀況，使香港的物業市場前景繼續蒙上陰影。本地方面，雖然經濟增長回軟，但就業狀況及收入增長仍大致穩定，或可支持住宅物業的需求。本地利率的走勢在某程度上取決於美國未來的政策利率變動，惟後者走勢並不明確。長遠而言，由於過去數年住宅落成量增加（圖4.28），加上政府致力增加土地及房屋供應，預期房屋供求缺口或會收窄。

[37] 樓價與收入比率指一般50平方米單位的平均價格與私人住宅住戶的家庭入息中位數的比率。另外，收入槓桿比率指一般50平方米單位（以20年期、七成按揭計算）的按揭供款與私人住宅住戶的家庭入息中位數的比率。收入槓桿比率與借款人的實際供款與入息比率不同，金管局的審慎監管措施對後者設有上限。

[38] 買租價差反映置業成本（以20年期、七成按揭計算）與租賃成本的比率。

圖 4.28
預測及實際私人住宅落成量

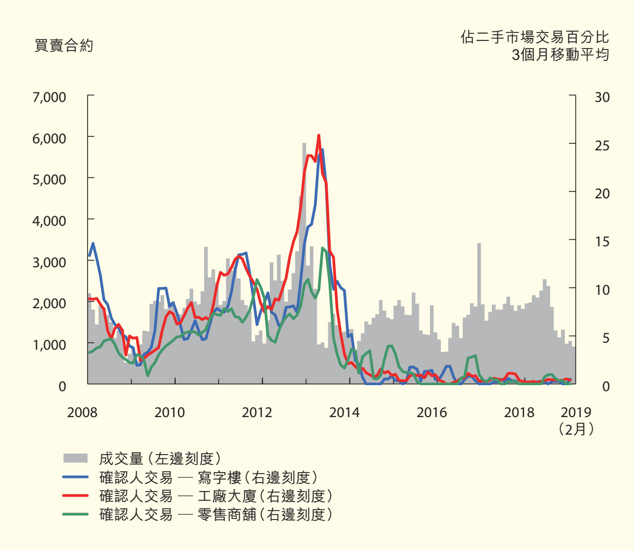


資料來源：運輸及房屋局及差餉物業估價署。

非住宅物業市場

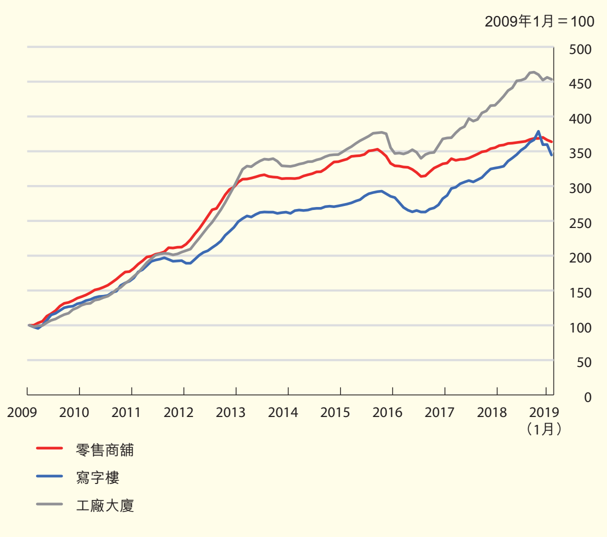
由於商業前景轉差，非住宅物業市場於2018年下半年亦有所回軟。每月平均成交量降至1,495宗，而確認人交易稀疏，反映投機活動仍然低迷（圖4.29）。寫字樓，零售商舖及工廠大廈的價格在接近2018年年底時由升轉跌（圖4.30）。此外，租賃市場亦有放緩跡象。整體租金回報率仍維持在較低水平，於2019年1月為2.3至2.7%。

圖 4.29
非住宅物業的成交量



資料來源：土地註冊處及中原地產代理有限公司。

圖 4.30
非住宅物業的價格指數



資料來源：差餉物業估價署。

展望未來，貿易保護主義威脅持續，全球經濟增長動力減弱，以及金融市場有機會變得波動，均可能對非住宅物業市場構成壓力。此外，零售商舖物業的前景亦取決於零售業的展望。就此而言，即使本地經濟增長減弱可能會帶來一些負面影響，但新落成的跨境基建設施將會刺激入境遊客增長，或可支持零售商舖的租金及資本價值。

5. 銀行業的表現

主要受惠於淨利息收入增加，零售銀行的盈利於2018年下半年較2017年同期持續改善。資本及流動性狀況亦維持穩健。反映港元銀行同業拆息和零售存款利率在美國利率正常化下出現的上行壓力，零售銀行的整體港元資金成本顯著上升，但仍然處於較低水平。在外圍環境不明朗的情況下，2018年下半年銀行信貸溫和收縮。儘管如此，信貸增長自11月以來呈現回穩跡象，且資產質素按歷史標準衡量仍維持穩健。展望未來，由於中美貿易關係不確定性持續、全球經濟放緩、美國貨幣政策收緊週期的步伐變得不明朗以及地緣政治風險，香港銀行業將面臨多重阻力。鑑於企業槓桿水平持續上升，銀行應對外圍環境可能進一步轉差而對其相關公司貸款信貸風險所造成的影響保持警惕。

5.1 盈利及資本額

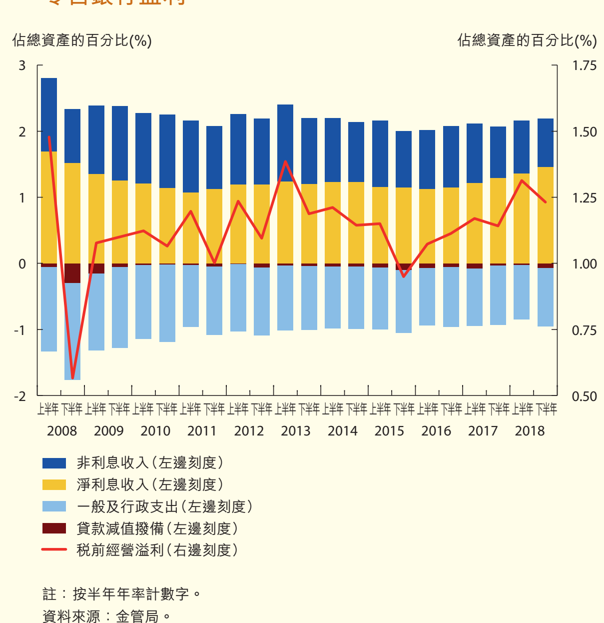
盈利

零售銀行整體稅前經營溢利[39]較2017年同期增長14.3%，而資產回報率亦由1.14%上升至1.23%（圖5.1）。這一強勁表現主要受惠於淨利息收入大幅增長，而該增長足以抵銷貸款減值撥備及營運開支的增加。

就2018年全年而言，零售銀行的整體稅前經營溢利增長19.4%，而資產回報率則由2017年的1.16%上升至1.27%。



圖5.1
零售銀行盈利

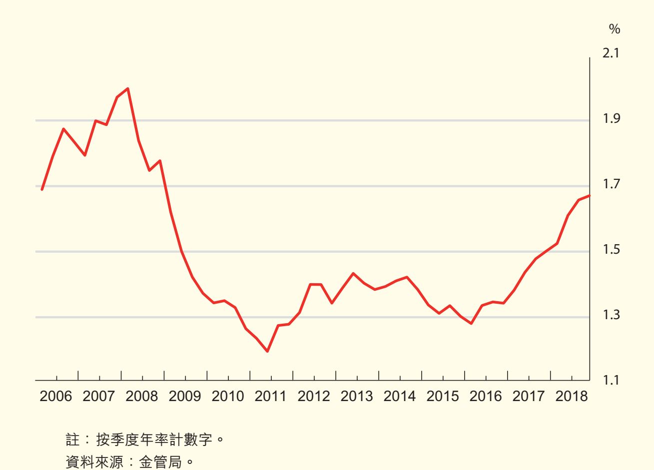


註：按半年年率計數字。
資料來源：金管局。

零售銀行的淨息差於第4季進一步擴闊至1.67%，而去年同期為1.5%（圖5.2）。

[39] 除非另有說明，否則本章所載的銀行業數字僅反映香港辦事處的狀況。

圖 5.2
零售銀行的淨息差

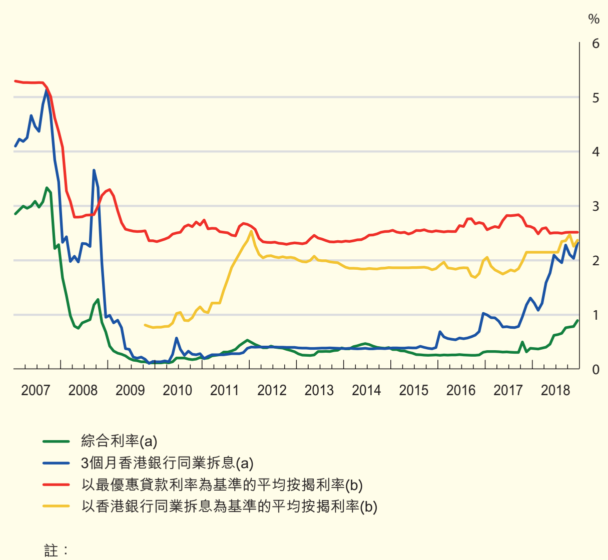


註：按季度年率計數字。
資料來源：金管局。

大致反映了美國進一步加息，及於2018年8月弱方兌換保證被觸發之後銀行同業間港元流動性有所下降[40]，香港銀行同業資金成本於2018年下半年繼續承受上行壓力。具體而言，3個月香港銀行同業拆息於2018年下半年上升了23個基點（圖5.3）。

由於銀行普遍提高定期存款利率以爭取長期穩定的資金，港元零售存款利率於回顧期內亦有所上升。[41] 此外，在9月底美國加息決定後，銀行提高了其最優惠貸款利率，並相應地提高了其儲蓄存款利率。鑑於批發和零售資金成本均有上升，綜合利率（零售銀行港元資金平均成本的衡量指標）由2018年6月的0.62%上升至12月的0.89%，但按歷史標準衡量仍處於較低水平。

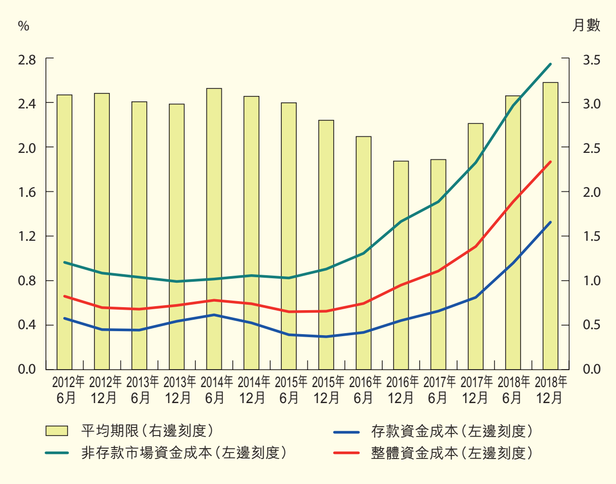
圖 5.3
利率



註：
(a) 期末數字。
(b) 新批貸款的期內平均數字。
資料來源：金管局及職員估計數字。

就更廣泛層面而言，香港持牌銀行的整體港元及美元資金成本持續呈現上升趨勢。2018年下半年，銀行的平均整體港元及美元資金成本上升36個基點，而上半年則上升40個基點（圖5.4的紅線）。

圖 5.4
持牌銀行的港元及美元資金成本和期限



資料來源：金管局。

---

[40] 弱方兌換保證於8月中旬及8月底被觸發，累計資金流出總額為331億港元。

[41] 然而，觀察證據顯示，鑑於信貸增長轉弱及對長期存款的需求下降，自1月中旬以來，部分銀行已下調定期存款利率。

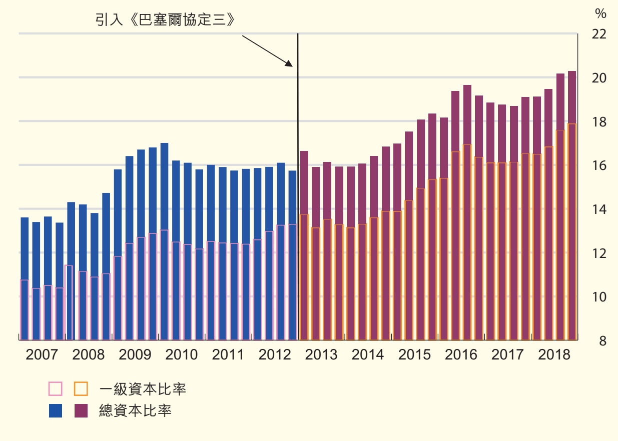
香港銀行同業拆息的累計漲幅超越香港銀行整體資金成本的升幅，這或對零售銀行以香港銀行同業拆息為基準的按揭貸款有正面影響，而業界在過往幾年亦一直積極推廣此類貸款。然而，未來淨息差的改善可能會變得更加有限，原因是大部分以香港銀行同業拆息為基準的按揭貸款已達到以最優惠貸款利率為基準的上限利率。由於最優惠貸款利率未來上升的時機尚不明確，在美國利率正常化的情況下，銀行資金成本的持續上升趨勢可能會對整體淨息差造成負擔。

展望未來，外圍環境的不確定性增加可能會令銀行的盈利前景蒙上陰影。特別是在全球經濟增長放緩的背景下，中美貿易關係不確定性持續可能會抑制營商信心，並減少對銀行信貸的需求。倘若此情況導致貸款顯著下降及資產質素惡化，可能會對銀行的盈利造成負擔。

資本額

香港銀行業的資本額仍然雄厚，遠高於國際最低標準。於2018年底，本地註冊認可機構的綜合總資本比率進一步上升至20.3%（圖5.5）。一級資本比率亦增加至17.9%，其中16.0%為普通股權一級資本。

圖 5.5
本地註冊認可機構資本額



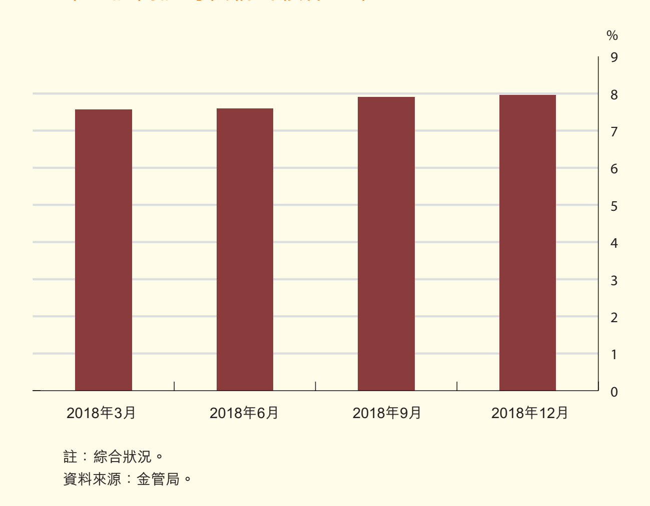
註：
1. 綜合狀況。
2. 由2013年1月1日起，本地註冊認可機構須遵行根據《巴塞爾協定三》下經修訂的資本框架。因此，自2013年3月起的資本比率不能與截至2012年12月的數據直接比較。

資料來源：金管局。

除了風險為本的資本充足比率外，《巴塞爾協定三》同時引入非風險為本的槓桿比率規定，用以限制銀行體系過度的槓桿。[42] 最低槓桿比率規定已於2018年在香港生效，本地註冊認可機構的槓桿比率於2018年12月底維持在8.0%的穩健水平，超過3%的法定最低水平（圖5.6）。

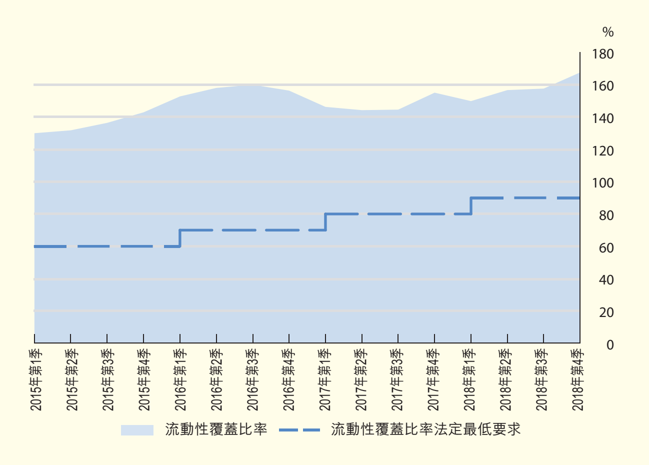
[42] 槓桿比率按一級資本與風險承擔計量的比率計算，其中，風險承擔計量包括資產負債表內以及資產負債表外的風險承擔。根據《巴塞爾協定三》的實施時間表，最低槓桿比率規定經過2013年至2017年的過渡期後於2018年生效，而在過渡期內，銀行須向其監管機構匯報其槓桿比率。詳情可參閱巴塞爾銀行監管委員會發佈的「關於《巴塞爾協定三》槓桿比率框架的常見問題」（英文版本）（https://www.bis.org/bcbs/publ/d364.pdf）。

圖 5.6
本地註冊認可機構的槓桿比率



註：綜合狀況。
資料來源：金管局。

圖 5.7
流動性覆蓋比率



註：
1. 綜合狀況。
2. 季度平均數字。
資料來源：金管局。

5.2 流動性及利率風險

流動性與資金來源

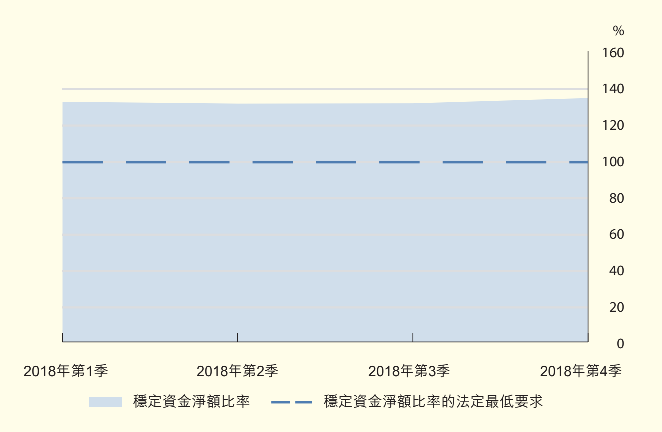
以《巴塞爾協定三》下的「流動性覆蓋比率」[43]要求衡量，銀行業的流動性狀況於回顧期內維持穩健。第1類機構的平均流動性覆蓋比率由第2018年第2季的156.6%上升至第4季的167.6%（圖5.7），遠高於適用於2018年的90%法定最低要求。第2類機構的平均流動性維持比率亦由第2季的51.3%上升至第4季的54.3%，亦遠高於25%的法定最低要求。

穩定資金淨額比率[44]作為《巴塞爾協定三》流動性標準的其中一項，顯示認可機構的資金狀況穩定。第一類機構的平均穩定資金淨額比率於2018年第4季維持在135.6%的高水平（圖5.8），遠高於法定最低要求的100%水平。第2A類機構的平均核心資金比率維持在134.3%的高水平，亦超過2018年適用的50%的法定最低要求。認可機構流動性充裕及資金狀況穩健，表明香港銀行業能夠承受多種流動性衝擊。

43 自2015年1月1日起分階段實施《巴塞爾協定三》的流動性覆蓋比率要求，目的是為確保銀行擁有足夠的高質素流動資產，能夠抵禦持續30個公曆日的嚴峻流動性壓力情境。在香港，被指定為第1類機構的認可機構採用流動性覆蓋比率；第2類機構則採用流動性維持比率。詳情可參閱金管局的《監管政策手冊》單元LM-1「流動性風險監管制度」。

44 在香港，第1類機構須遵循穩定資金淨額比率；而指定為第2A類機構的第2類機構須遵循有關在本港適用的核心資金比率規定。根據《銀行業（流動性）規則》，第1類機構須時刻維持不少於100%的穩定資金淨額比率。第2A類機構在2018年度的每個公曆月，均須維持平均不少於50%的核心資金比率；於2019年1月1日，最低核心資金比率已調高至75%。詳情請參閱《銀行業（流動性）規則》（香港法例第155Q章）。

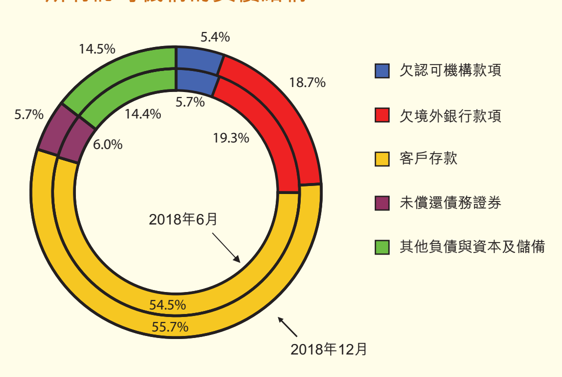
圖 5.8
穩定資金淨額比率



註：綜合狀況。
資料來源：金管局。

客戶存款仍是認可機構的主要資金來源，反映銀行體系維持穩定的資金結構。2018年底，客戶存款佔所有認可機構總負債的比例由6個月前的54.5%微升至55.7%（圖5.9）。

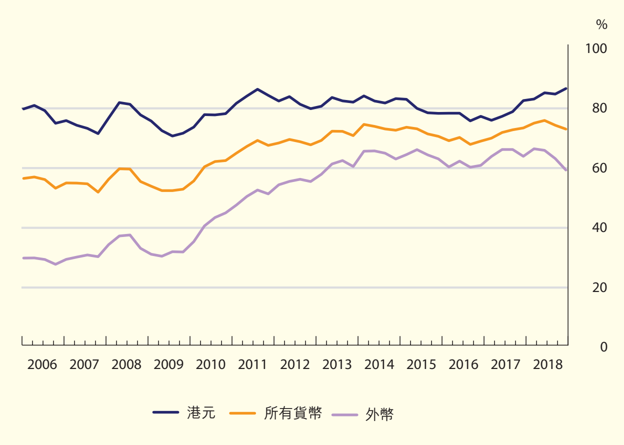
圖 5.9
所有認可機構的負債結構



註：
1. 由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
2. 數字指佔總負債（包括資本及儲備）的百分比。
3. 債務證券包括可轉讓存款證及所有其他可轉讓債務工具。
資料來源：金管局。

由於貸款與墊款總額於2018年下半年期間下降，而同期存款總額則增加，所有認可機構以所有貨幣計算的貸存比率由2018年6月底的75.7%下跌至年底的72.6%（圖5.10）。同樣地，所有認可機構的外幣貸存比率在同一期間由65.2%下跌至58.3%。相比之下，由於港元存款增長遠低於港元貸款，港元貸存比率由2018年6月底的85.4%微升至年底的86.9%。

圖 5.10
所有認可機構的平均貸存比率



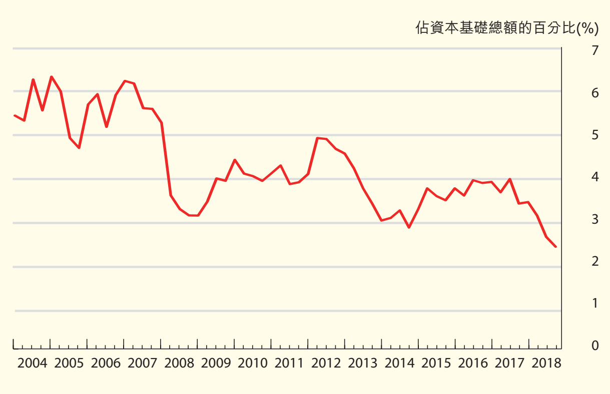
註：季度末的數字。
資料來源：金管局。

利率風險

本地註冊持牌銀行的利率風險承擔於2018年下半年略有下降。我們估計假設在利率全面上升200個基點的衝擊下，本地註冊持牌銀行的利率持倉經濟價值可能下跌的幅度，會相當於其於2018年底資本基礎總額的2.44%（圖5.11）[45]。儘管如此，鑑於美國進一步加息的步伐並不明確，銀行應密切關注其利率風險管理。

[45] 此估計並無將任何銀行可能作出的緩和衝擊措施而產生的效果計算在內。如果銀行就利率衝擊作出相應的緩和措施，利率衝擊的影響將會減輕。

圖 5.11
利率衝擊對本地註冊持牌銀行的影響



註：
1. 利率衝擊指200個基點平行式的標準利率衝擊對機構利率風險承擔的衝擊。
2. 利率衝擊的影響是指對銀行帳及交易帳[46]的經濟價值的影響，按佔銀行資本基礎總額的百分比列示。

資料來源：金管局。

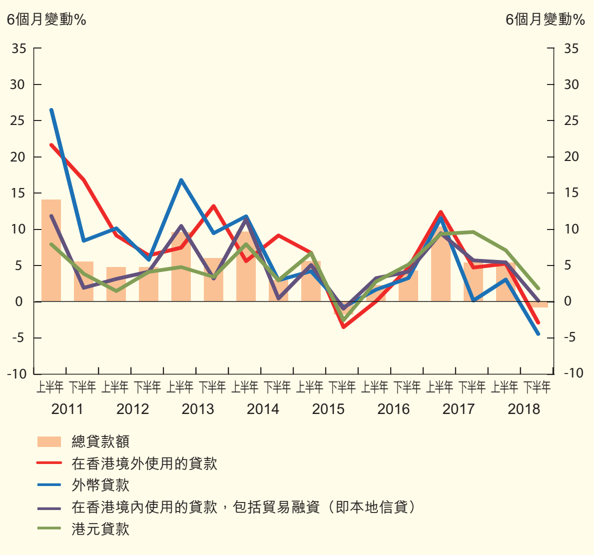
5.3 信貸風險

概覽

在中美貿易衝突不確定性持續、全球金融流動性趨緊以及全球經濟增長放緩的背景下，2018年下半年信貸增長顯著放緩。然而，信貸增長自2018年11月以來呈現回穩跡象。

按半年計，2018年下半年所有認可機構的貸款及墊款總額於上半年增加5.3%後下降0.9%（圖5.12）。此下降是由於本地貸款（包括在香港境內使用的貸款及貿易融資）增長放緩及在香港境外使用的貸款額下降所致。本地貸款增長於下半年放緩至0.1%，而在香港境外使用的貸款額同期收縮3.0%，而前六個月則分別增長5.3%及5.2%。就2018年整體而言，貸款總額增長率由2017年的16.1%顯著放緩至4.4%。

圖 5.12
貸款增長



資料來源：金管局。

展望未來，信貸需求於短期內可能維持疲弱。金管局2018年12月的「信貸狀況展望意見調查」顯示，在所有受訪的認可機構中，有82%預期未來3個月貸款需求將會維持不變，而預期需求會有所下降的認可機構的比例則上升至18%（表5.A）。

表 5.A
預計未來3個月貸款需求

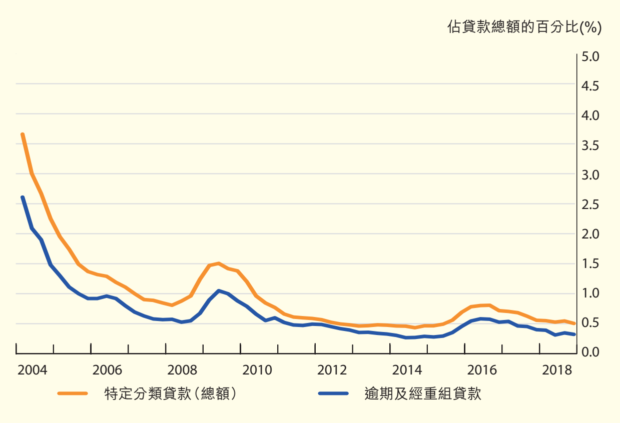
佔受訪機構總數的百分比(%)	2018年 3月	2018年 6月	2018年 9月	2018年 12月
顯著增加	0	0	0	0
略為增加	18	18	9	0
保持平穩	82	82	77	82
略為下降	0	0	14	18
顯著下降	0	0	0	0
總計	100	100	100	100

註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
資料來源：金管局。

[46] 須遵守市場風險資本充足比率制度的本地註冊認可機構只須填報銀行帳的持倉；其他獲豁免遵守市場風險資本充足比率制度的本地註冊認可機構則須填報銀行帳及交易帳的總持倉。

儘管2018年下半年貸款總額略有下降，但銀行貸款組合的資產質素維持穩健。所有認可機構的總特定分類貸款比率和逾期及經重組貸款比率分別於2018年12月底微跌至0.55%及0.36%，而於2018年6月底則分別為0.61%及0.40%。就零售銀行而言，總特定分類貸款比率小幅下降至0.50%，而逾期及經重組貸款比率略為上升至0.32%(圖5.13)。這兩個比率按歷史標準衡量均屬低水平。

圖 5.13
零售銀行的資產質素



註：
1. 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
2. 2015年12月前的數字反映零售銀行香港辦事處及境外分行的狀況。由2015年12月起，數字覆蓋範圍擴大至零售銀行主要境外附屬公司。

資料來源：金管局。

個人貸款[47]

以半年計，個人貸款增長由2018年上半年的5.3%放緩至下半年的3.9%。這主要是由於私人貸款(包括信用卡墊款及其他私人用途貸款)增長放緩，抵銷了住宅按揭貸款的快速增長(表5.B)。

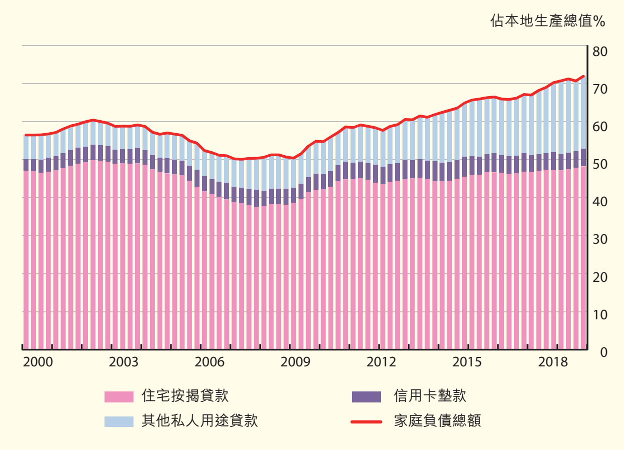
表 5.B
所有認可機構提供的個人貸款的半年增長

(%)	2015年 上半年	2015年 下半年	2016年 上半年	2016年 下半年	2017年 上半年	2017年 下半年	2018年 上半年	2018年 下半年
住宅按揭貸款	4.5	4.0	1.0	3.1	4.1	3.8	4.2	4.5
私人貸款	6.2	2.5	–0.5	7.2	7.2	12.4	7.5	2.6
其中：								
信用卡墊款	–5.5	7.1	–5.7	8.7	–7.8	11.0	–5.0	10.6
其他私人用途貸款	10.5	1.1	1.2	6.8	11.9	12.7	10.7	0.9
個人貸款總額	5.0	3.6	0.5	4.3	5.0	6.5	5.3	3.9

資料來源：金管局。

由於香港的名義本地生產總值增長速度慢於個人貸款的增速，家庭負債佔本地生產總值的比率由2018年第2季的71.2%微升至第4季的71.9%(圖5.14)。

圖 5.14
家庭負債佔本地生產總值的比率及其組成部分



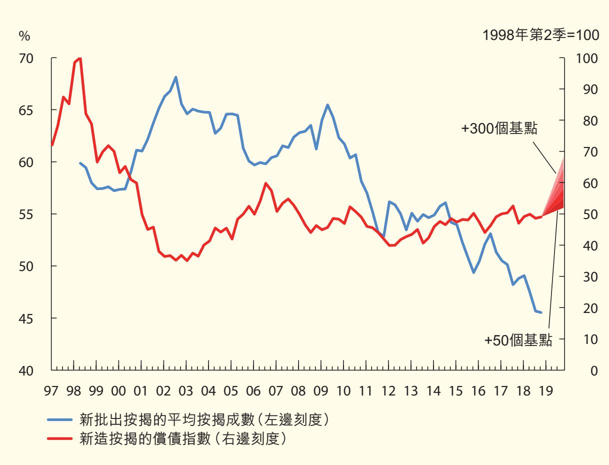
註：
1. 僅包括認可機構提供的借款。
2. 本地生產總值指按年率計本地生產總值，即連續4個季度本地生產總值的總和。

資料來源：金管局。

於回顧期內，個人貸款的信貸風險維持在低水平。特別是，儘管最近物業價格下跌，銀行的按揭貸款組合仍保持穩健，於2018年底，拖欠比率徘徊在0.02%的低水平。新批按揭的平均按揭成數由六個月前的47.5%進一步下降至2018年第4季的45.5%(圖5.15)，遠低於金管局實施第一輪逆週期宏觀審慎監管措施前(即2009年9月)所錄得的64%。

[47] 個人貸款泛指所有提供予專業人士及其他個人作私人用途的貸款，但不包括撥作其他商業用途的貸款。按揭貸款是最主要的個人貸款類別，其餘大部份為無抵押的信用卡及其他私人用途貸款。於2018年底，個人貸款佔本地貸款的比例為29.8%。在這一章節內，個人貸款亦稱為家庭負債。

圖 5.15
新造按揭貸款的平均按揭成數及個人債務負擔



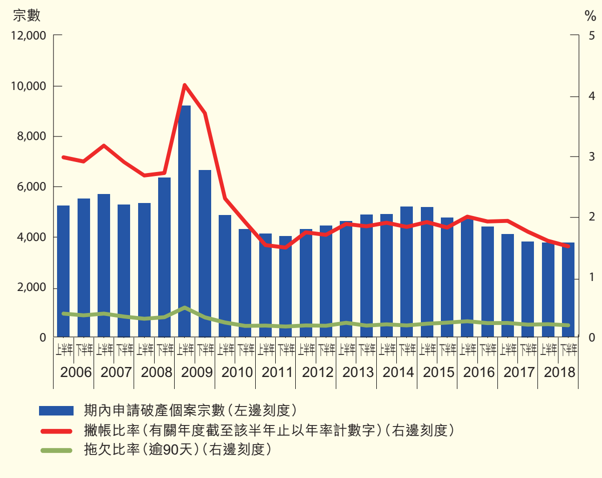
註：指數以最優惠貸款利率為基準的平均按揭利率計算。
資料來源：金管局及職員估計數字。

新造按揭的償債指數[48]在2018年第4季徘徊在49.0左右的水平，而於同年第2季為49.9(圖5.15的紅線)，顯示個人債務負擔能力維持穩定。

鑑於美國加息步伐變得不明確，短期內本地利率前景可能不甚明朗。儘管如此，倘若美國加息速度快於預期，本地按揭貸款利率可能急劇上升，個人債務負擔或會因此而承受巨大壓力。特別是，一項敏感度測試顯示，若利率上升300個基點[49]而其他條件不變，該指數可能會在4個季度內顯著上升至68.2。因此，銀行應警惕個人債務負擔不斷上升所帶來的風險。

無抵押個人貸款的信貸風險維持可控。於2018年下半年，按年率計的信用卡撇帳比率進一步小幅下降至1.51%，拖欠比率於2018年底大致維持於0.21%不變(圖5.16)。此外，破產申請個案的數目保持穩定，處於相對較低的水平。

圖 5.16
信用卡貸款的撇帳比率及拖欠比率以及破產申請個案



資料來源：破產管理署及金管局。

公司貸款[50]

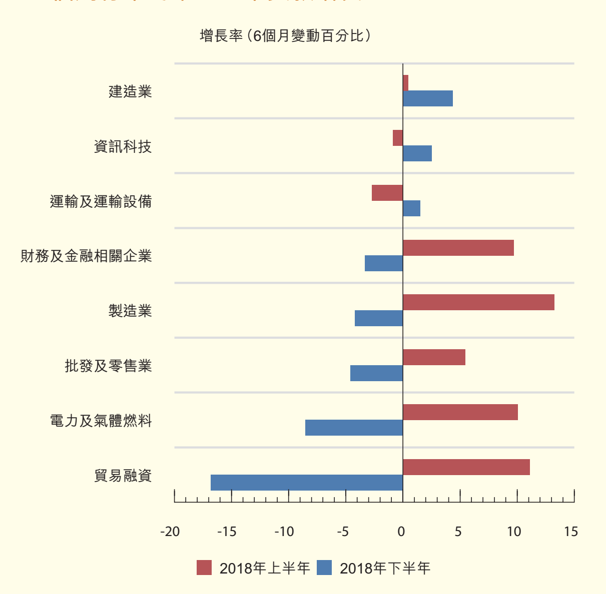
於2018年底，本地公司貸款(包括貿易融資)下降1.5%(按半年計)，部分原因是由於全球經濟環境極度不明朗下，信貸需求疲弱。按行業分析，主要行業的貸款幾乎全面下滑，而鑑於中美貿易衝突所引致的不確定性因素，貿易融資受到的衝擊最為嚴重(圖5.17)。

[48] 償債指數上升顯示個人收入下降、利率上升或住戶取用的平均按揭貸款額增加。根據該指數以往的變動，指數急升可能預警個人貸款的資產質素轉差。

[49] 利率上升300個基點的假設，與要求認可機構對物業按揭貸款申請人的償債能力進行壓力測試時，上調3個百分點按揭利率的審慎監管措施相符。

[50] 不包括銀行同業貸款。於2018年底，公司貸款佔本地貸款的比例為70.1%。

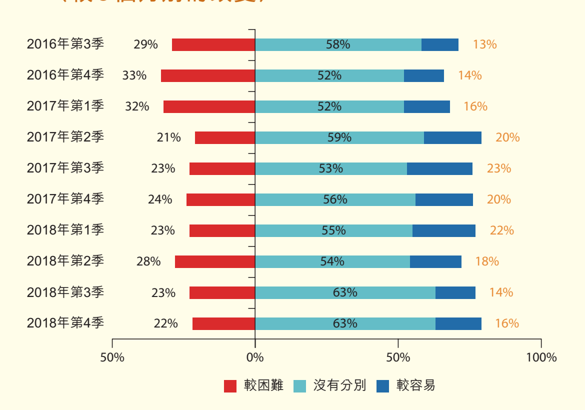
圖 5.17
個別行業的本地企業貸款增長



資料來源：金管局。

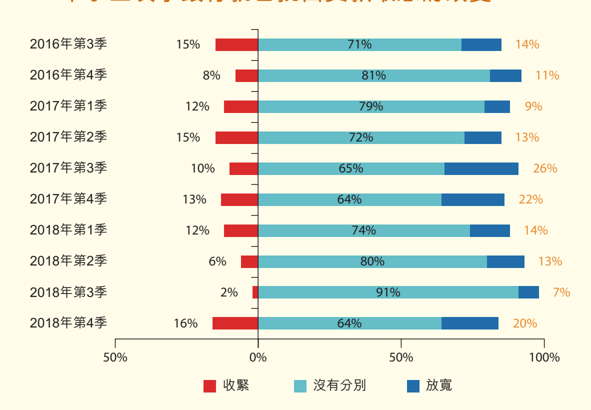
本地公司貸款的減少可能引起對香港中小企融資狀況的擔憂。鑑於中小企對香港經濟的重要性，以及過去幾年中小企可能面對融資困難，金管局委託香港生產力促進局（生產力促進局）由2016年第3季開始進行調查。中小企貸款狀況調查顯示，在2018年第4季中小企對銀行貸款批核取態的整體觀感大致保持穩定（圖5.18），但其中已獲批貸款的受訪者表示銀行取態有所收緊（圖5.19）。[51] 雖然銀行取態的收緊可能部分反映貿易緊張局勢對中小企營商環境的影響，但亦有可能反映第4季貸款利率溫和的上升，以及貸款條款及條件收緊。與此同時，95家中小企（佔受訪者的4%）表示曾於第4季申請新貸款。若從中剔除貸款申請「正在處理中」的受訪者，僅6%的申請者指申請不成功，與第3季相同（圖5.20）。[52]

圖 5.18
中小企對銀行貸款批核取態（即難易程度）的觀感（較6個月前的改變）



資料來源：金管局。

圖 5.19
中小企表示銀行就已批出貸款取態的改變

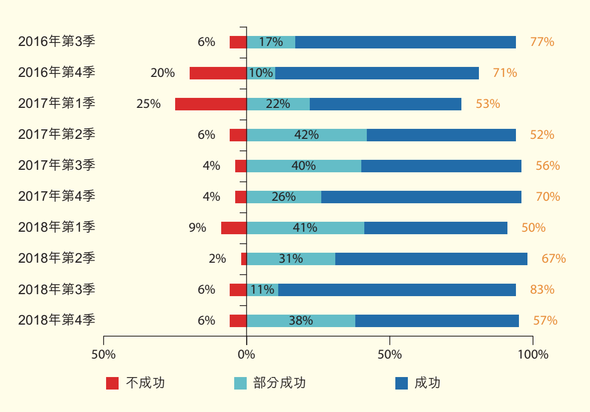


註：僅包括已獲批貸款的受訪者。
資料來源：金管局。

[51] 調查按季進行，每次涵蓋約2,500間不同行業的中小企。

[52] 應注意由於受訪者數目相對較小，因此中小企新貸款申請結果容易出現較大變動，讀者應小心詮釋調查結果。

圖 5.20
中小企新貸款申請的結果

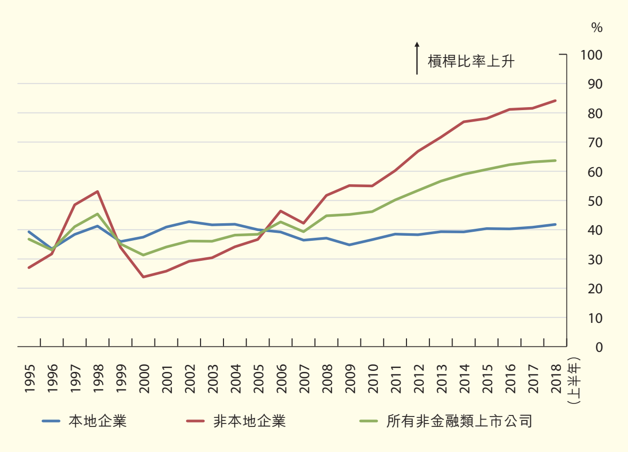


註：僅包括於該季度提出新貸款申請的受訪者，不包括「正在處理中」的貸款申請。
資料來源：金管局。

於回顧期內，有初步跡象顯示企業的財務狀況轉差。香港非金融類上市公司的會計數據顯示，加權平均負債與股東權益比率（衡量企業槓桿的指標）由2017年的63%微升至2018年上半年的64%（圖5.21的綠線）。企業槓桿率的上升很大程度上是由非本地公司（紅線）推動，而本地公司的槓桿率大致在低位保持穩定。

在債務負擔能力方面，按利息覆蓋率衡量（圖5.22），由於利潤減少及利息開支增加，非本地公司的利息覆蓋率有所下跌。相比之下，本地公司的利息覆蓋率於同期略有改善。

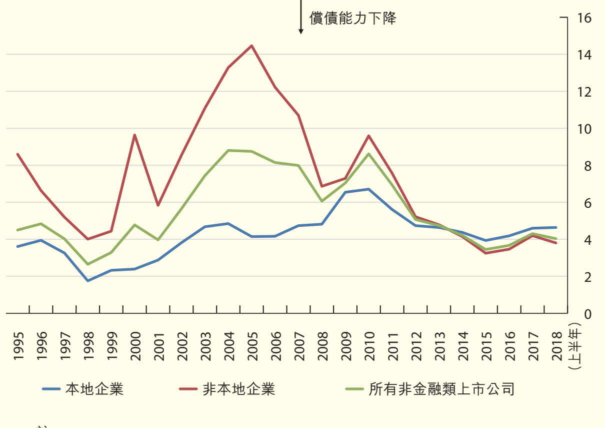
圖 5.21
香港非金融類上市公司的槓桿比率



註：
1. 加權平均數。
2. 槓桿比率的定義為負債與股東權益比率，數值越高表示槓桿越高。
3. 包括所有在香港交易所上市的非金融類公司。本地及非本地公司分別指在香港境內及境外設置總部的上市公司。
4. 所有數字以截至2019年2月底止的資料計算。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

圖 5.22
香港非金融類上市公司的利息覆蓋率



註：
1. 加權平均數。
2. 利息覆蓋率按息稅前利潤除以利息支出總額計算。數值下降表示債務負擔能力轉差。
3. 包括所有在香港交易所上市的非金融類公司。本地及非本地公司分別指在香港境內及境外設置總部的上市公司。
4. 所有數字以截至2019年2月底止的資料計算。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

值得注意的是，由於會計數據發佈會有所滯後，中美貿易關係持續不明朗、全球金融狀況收緊以及全球經濟增長放緩等因素所引致的負面影響，可能無法充分

呈現在企業的基本因素上，因此亦未能於違約風險方面充分體現。因此，銀行應對其公司貸款的信貸風險保持警惕。

展望未來，一旦全球經濟環境進一步轉差，對非本地公司的盈利可能會造成不利影響，導致其償債能力面臨考驗。本地公司的信貸風險亦有可能因經濟環境欠佳而受影響。因此，銀行應評估外圍環境轉差將如何影響其公司貸款的資產質素。

中國內地相關貸款及非銀行類客戶風險承擔

銀行業的中國內地相關貸款總額有所下降，大致反映在全球經濟放緩的環境下，公司貸款需求有所減弱。於2018年12月底，內地相關貸款總額由2018年6月底的44,140億港元（佔總資產的16.9%）減少3.8%至42,490億港元（佔總資產的16.1%）（表5.C）。其中較受中美貿易衝突所影響的貿易融資貸款，較6個月前下降24.7%。其他非銀行類客戶風險承擔則增長4.73%至13,960億港元（表5.D）。

表5.C
中國內地相關貸款

十億港元	2018年3月	2018年6月	2018年9月	2018年12月
中國內地相關貸款	4,409	4,414	4,321	4,249
中國內地相關貸款（不包括貿易融資）	4,068	4,064	4,010	3,985
貿易融資	341	351	311	264
按認可機構的類別劃分：				
境外註冊認可機構	1,943	1,937	1,860	1,799
本地註冊認可機構*	1,768	1,819	1,832	1,827
本地註冊認可機構設於中國內地的銀行附屬公司	699	658	629	622
按借款人的類別劃分：				
中國內地國有企業	1,799	1,818	1,734	1,689
中國內地民營企業	1,123	1,141	1,211	1,203
非中國內地企業	1,486	1,456	1,376	1,356

註：
1. *包括在本地註冊認可機構的內地分行入賬的貸款。
2. 由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
資料來源：金管局。

表5.D
其他非銀行類客戶風險承擔

十億港元	2018年3月	2018年6月	2018年9月	2018年12月
可轉讓債務工具及其他資產負債表內的風險承擔	950	916	956	977
資產負債表外的風險承擔	415	417	430	420
總計	**1,365**	**1,333**	**1,386**	**1,396**

註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
資料來源：金管局。

所有認可機構的中國內地相關貸款的總特定分類貸款比率[53]由2018年6月底的0.62%下降至2018年12月底的0.54%。與2016年3月的近期高位0.89%相比，該比率處於較低水平，顯示銀行內地相關貸款的資產質素良好。

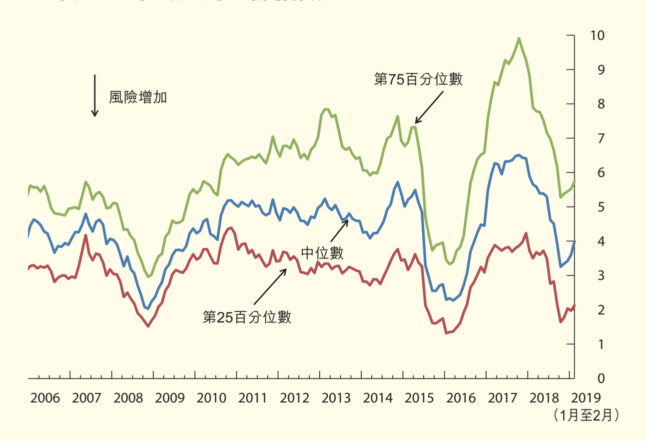
然而，於回顧期內，中國內地股票市場表現動盪，可能意味著內地企業的信貸風險有所增加。一項根據市場資料計算的違約風險指標—違約距離指數[54]顯示自2018年4月以來中國內地企業的信貸風險全面上升（圖5.23）。然而，內地企業違約風險上升，主要源於受金融市場波動加劇推動，而不是中國內地企業的財務穩健狀況突然惡化。事實上，在內地當局實施流動性放鬆措施的背景下，違約距離指數於2018年底及2019年初呈現改善跡象。[55]

[53] 數字涵蓋認可機構的香港辦事處、內地分行及附屬公司。

[54] 違約距離是根據市場資料計算的違約風險指標，基礎是來自R. Merton(1974)，「On the pricing of corporate debt:the risk structure of interest rates」，《*Journal of Finance*》，第29期，第449至470頁所提出的架構，其中指出股價、股市波幅及公司財務負債是決定違約風險的因素。本質上，該指標以公司的資產波幅來衡量公司的資產價值及違約臨界的差距。

[55] 該等措施包括於2018年下半年及2019年1月開展的幾輪定向降準。詳情可參閱本報告第2.2節。

圖 5.23
內地企業的違約距離指數



註：違約距離指數乃根據上海證交所A股180指數非金融類成份股公司(即不包括投資公司及從事銀行、保險與金融行業的公司)計算得出。
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

為增加我們對香港銀行的中國內地相關貸款信貸風險的了解，專題4(見第73頁)利用在香港上市且向香港銀行舉借銀團貸款的非金融類內地公司進行一項宏觀信貸風險評估。透過評估內地公司的多項主要財務特徵，結果顯示香港銀行業(至少就銀團貸款組合而言)的貸款組合較少涉及風險較高的內地公司。

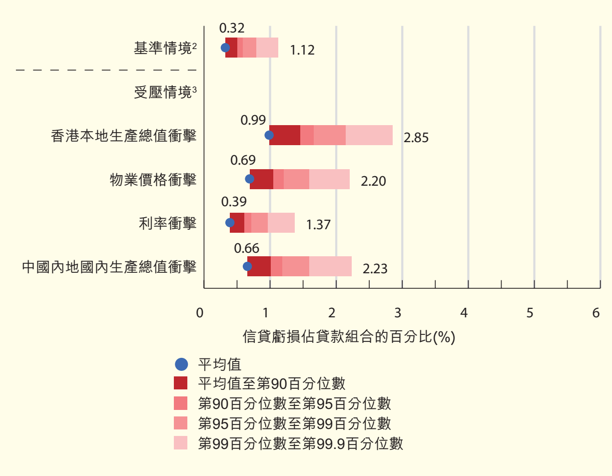
儘管如此，鑑於對內地經濟可能進一步放緩的擔憂，銀行應注意其內地相關貸款的信貸風險管理。

信貸風險宏觀壓力測試[56]

最新的零售銀行信貸風險宏觀壓力測試結果顯示，香港銀行業仍保持穩健，應能承受較嚴重的宏觀經濟衝擊，例如類似亞洲金融危機期間出現的衝擊。圖5.24使用截至2018年第4季的資料，展示在四種特定的宏觀經濟衝擊下[57]，零售銀行於2020年第4季的模擬信貸虧損比率。

考慮到尾端風險，銀行在受壓情況下的信貸虧損比率(置信水平為99.9%)介乎1.37%(利率衝擊)至2.85%(香港本地生產總值衝擊)之間，幅度雖然顯著，但仍低於亞洲金融危機後錄得的4.39%的估算貸款虧損。

圖 5.24
模擬信貸虧損分佈的平均值及估計虧損風險值[1]



註：
1. 有關評估將2018年第4季的經濟狀況假定為當前環境。運用蒙地卡羅(Monte Carlo)模擬法得出各種情境下的信貸虧損分佈。
2. 基準情境：兩年期間並無出現衝擊。
3. 受壓情境：

   香港本地生產總值衝擊：香港的實質本地生產總值於2019年第1季至2019年第4季連續4季各自分別減少2.3%、2.8%、1.6%及1.5%。

   物業價格衝擊：香港的實質物業價格由2019年第1季至2019年第4季連續4季各自分別減少4.4%、14.5%、10.8%及16.9%。

   利率衝擊：實質利率(香港銀行同業拆息)於第1個季度(即2019年第1季)上升300基點，於第2及3個季度保持不變，於第4個季度(即2019年第4季)則再上升300基點。

   中國內地國內生產總值衝擊：年度實質國內生產總值按年增長率於1年內放緩至4%。

資料來源：金管局職員估計數字。

[56] 宏觀壓力測試指以一系列方法來評估某個金融體系承受「罕見但仍可能出現」的宏觀經濟衝擊的能力。本報告中呈列的信貸虧損估計數字乃根據一個經修訂的模型公式計算得出，該模型公式詳情載於黃學元等人(2006)，「A framework for stress testing banks' credit risk」，《*Journal of Risk Model Validation*》，第2期，第1號，第3至23頁。本報告中所有的估計數字均不能與往期報告中的估計數字作嚴格比較。

[57] 除中國內地國內生產總值衝擊外，有關衝擊設定為與亞洲金融危機期間所見的衝擊相若。

5.4 系統性風險

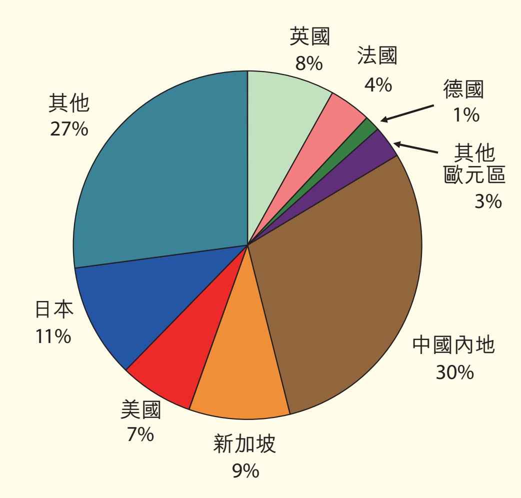
中美貿易關係持續不明朗、美國貨幣政策收緊週期步伐變得不明確，以及地緣政治風險令環球經濟前景繼續蒙上陰影。若這些不明朗因素加劇並於中長期持續，可能為香港銀行帶來多方面的挑戰。

首先，儘管美國與中國內地正在就貿易問題展開談判，但談判的結果仍存在相當大的不確定性。倘若貿易衝突仍未得到解決或進一步升級，則會對營商信心及企業的基本因素產生不利影響，在兩個經濟體中有顯著業務的企業將首當其衝。鑑於公司的槓桿比率持續上升，加上全球經濟環境放緩，可能會對銀行的信貸風險管理構成壓力。

其次，美國加息步伐仍然是影響香港銀行業系統性風險的關鍵因素。鑑於美聯儲在未來加息決策中將更視乎經濟數據的表現，在全球經濟環境高度不明朗的情況下，未來加息的速度及時機可能難以預測。因此，美國加息步伐的任何突然變動都可能導致市場快速重新調整利率預期，從而加劇本地利率的波動。

第三，在大西洋彼岸，與英國脫歐有關的地緣政治風險仍應受到密切監察。儘管英國政府可能提出延長《里斯本條約》第50條的要求，但英國脫歐的結果仍然相當不明朗。鑑於英國銀行體系在傳輸國際銀行資金流方面擔當極為重要的角色，以及本港銀行業對英國和歐元區銀行有重大的直接風險承擔，倘若英國「硬脱歐」發生並導致來自英國的跨境銀行資金流突然轉變，由此引致的溢出效應風險可能會對本港銀行業造成重大影響（圖5.25）。

圖5.25
2018年底香港銀行業於部分經濟體銀行持有的對外債權

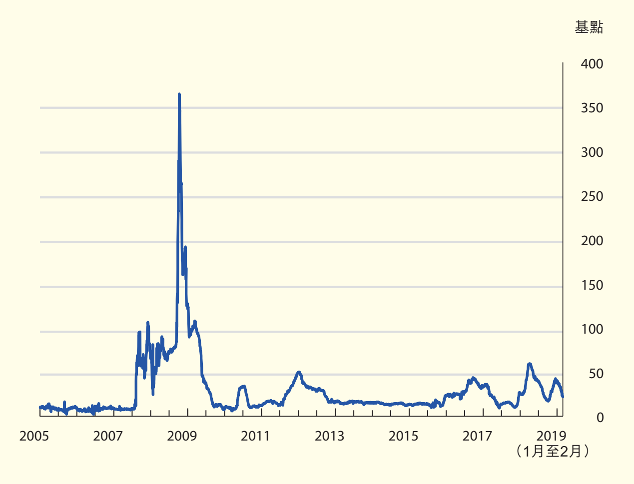


註：由於四捨五入，有關數字相加後未必等於100%。
資料來源：金管局。

儘管如此，銀行同業資金狀況於回顧期內並無明顯惡化的跡象。3個月美元倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期利率[58]的息差（為反映短期美元融資市場中系統流動性風險的常用指標）於2018年底擴闊至約40個基點，但於2019年2月底收窄至約22個基點，按歷史標準衡量處於較低水平（圖5.26）。

[58] 隔夜指數掉期是一種利率掉期合約，其中浮息部份與每日隔夜利率指數掛鈎。合約雙方同意於合約到期時就合約期內某個約定名義數額的定息收入（按約定的固定利率累計）與浮息收入（按浮動利率累計）的差額進行交換。該固定利率是作為預期未來隔夜利率的代理指標。由於隔夜貸款涉及的信貸及流動性風險普遍較低，隔夜指數掉期利率包含的信貸及流動性風險溢價應該很小。因此，倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期利率之間的息差一般能夠反映銀行同業市場的信貸及流動性風險。

圖 5.26
3個月美元倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期利率的息差



資料來源：彭博。

香港的逆週期緩衝資本(CCyB)

CCyB是國際協定的《巴塞爾協定三》標準的一部分，目的是提升銀行業對與整體信貸增長過度相關的系統性風險的抵禦能力。香港一直透過分階段實施安排按《巴塞爾協定三》的實施時間表逐步實施CCyB，而CCyB已於2019年1月1日全面實施。[59]

在定出CCyB比率時，金融管理專員已考慮多項指標(表5.E)，包括「緩衝資本參考指引」(根據信貸與本地生產總值差距及物業價格與租金差距[60]為CCyB比率提供指引的衡量標準)。根據截至最新決定日期為止的資料，信貸與本地生產總值差距及物業價格與租金差距分別收窄至9.8%及10.0%。儘管這兩項差距最近有所收窄，但仍維持在高位，而與緩衝資本參考指引的兩項指標作簡單配對，會顯示CCyB比率為2.5%，即為現行CCyB比率。金融管理專員亦認為，緩衝資本參考指引提供的訊號與從其他參考指標得到的資訊一致。[61]

表 5.E
香港適用的CCyB比率相關資訊

	2018年 1月10日	2018年 第2季	2018年 第4季
經發佈CCyB比率	2.5%		
生效日期	01/01/2019		
緩衝資本參考指引	2.4%	2.5%	2.5%
巴塞爾共用參考指引	2.5%	2.5%	2.5%
物業緩衝資本指引	2.0%	2.5%	2.5%
綜合CCyB指引	2.4%	2.5%	2.5%
CCyB參考上限	無	無	無
主要差距指標			
信貸／本地生產總值差距	19.3%	15.8%	9.8%
物業價格／租金差距	8.3%	12.0%	10.0%
主要壓力指標			
3個月香港銀行同業拆息利率與無風險利率指標的息差*(百分點)	0.06%	0.60%	0.42%
特定分類貸款比率季度變動(百分點)	–0.06%	0.01%	0.01%

註：
1. 各項CCyB指引的數值、CCyB比率參考上限，以及其各自的輸入變量，都是以相關檢討或發佈日之前可以取得的公開數據為依據，不一定是每季末可以取得的最新數據(有關各項變量的解釋，請參考《監管政策手冊》單元CA-B-1)。如果有CCyB發佈，發佈日期會顯示於相應列頂。如果沒有CCyB發佈，列頂則會顯示進行CCyB檢討的季度(通常接近季末)。
2. *金管局已檢討適當的無風險利率指標(先前定為「3個月隔夜指數掉期利率」)，並決定將銀行同業風險息差的定義修訂為3個月香港銀行同業拆息與3個月外匯基金票據收益率的息差，此修訂自2017年4月起生效。

資料來源：金管局。

表5.F載列銀行業的主要表現指標。

[59] 在《巴塞爾協定三》分階段實施安排下，2016年1月1日開始實施的CCyB比率的上限為0.625%，其後每年加0.625個百分點，直至2019年1月1日達到2.5%為止。

[60] 信貸與本地生產總值差距即信貸與本地生產總值比率偏離長期趨勢的差距，而物業價格與租金差距即住宅物業價格與租金比率偏離其長期趨勢的差距。

[61] 包括銀行、企業及個人的槓桿比率；償債能力；銀行業的盈利及資金狀況；以及各種宏觀經濟失衡的指標。

表 5.F
銀行業的主要表現指標[1](%)

	12/2017	9/2018	12/2018
利率			
1個月香港銀行同業拆息[2](季度平均數)	0.84	1.68	1.63
3個月香港銀行同業拆息(季度平均數)	1.04	2.00	2.16
最優惠貸款利率[3]與1個月香港銀行同業拆息的差距(季度平均數)	4.16	3.32	3.50
最優惠貸款利率與3個月香港銀行同業拆息的差距(季度平均數)	3.96	3.00	2.97
綜合利率[4]	0.38	0.76	0.89
		所有認可機構	
資產負債表狀況[5]			
存款總額	2.0	1.1	2.1
港元	–0.1	0.7	–0.7
外幣	4.3	1.6	5.2
貸款總額	2.9	–1.1	0.3
本地貸款[6]	2.8	–1.2	1.3
在香港境外使用的貸款[7]	3.2	–0.9	–2.1
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	3.3	–1.1	–6.2
持有的可轉讓債務工具(不包括可轉讓存款證)	3.0	–1.5	4.2
資產質素			
佔貸款總額百分比[8]			
合格貸款	98.00	98.09	98.16
需要關注貸款	1.33	1.31	1.29
特定分類貸款[9](總額)	0.68	0.60	0.55
特定分類貸款(淨額)[10]	0.36	0.32	0.25
逾期3個月以上的貸款及經重組貸款	0.52	0.38	0.36
中國內地相關貸款的特定分類貸款比率(總額)[11]	0.67	0.64	0.54
流動性比率(綜合)			
流動性覆蓋比率 — 適用於第1類機構(季度平均數)	155.0	157.6	167.6
流動性維持比率 — 適用於第2類機構(季度平均數)	49.4	52.0	54.3
穩定資金淨額比率 — 適用於第1類機構	不適用	132.6	135.6
核心資金比率 — 適用於第2A類機構	不適用	130.4	134.3
		零售銀行	
盈利			
貸款減值撥備佔平均資產總額的比率(有關年度截至該月止以年率計)	0.06	0.03	0.05
淨息差(有關年度截至該月止以年率計)	1.45	1.60	1.62
成本與收入比率(有關年度截至該月止)	41.9	37.9	38.7
		受訪機構	
資產質素			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.03	0.02	0.02
信用卡貸款			
拖欠比率	0.22	0.21	0.21
撇帳率 — 按季年率計	1.64	1.64	1.53
— 有關年度截至該月止以年率計	1.75	1.59	1.51
		所有本地註冊認可機構	
資本充足比率(綜合)			
普通股權一級資本比率	15.3	15.8	16.0
一級資本比率	16.5	17.6	17.9
總資本比率	19.1	20.2	20.3
槓桿比率	不適用	7.9	8.0

註：
1. 除非另有説明，否則所載數字僅反映香港辦事處的狀況。
2. 香港銀行同業拆息由香港銀行公會所公布。
3. 參考香港上海滙豐銀行有限公司所報利率。
4. 綜合利率是指銀行帳冊上所有港元附息負債的加權平均利率，這些負債包括客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債務工具，以及港元不計息活期存款。詳細資料請瀏覽金管局網頁。
5. 季度變動。
6. 在香港使用的貸款及貿易融資。
7. 包括「其他」(即沒有指定用途的貸款)。
8. 數字涵蓋所有認可機構的香港辦事處及本地註冊認可機構的境外分行及境外主要附屬公司。
9. 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
10. 已扣除特殊準備金／個別減值準備。
11. 數字涵蓋所有認可機構的香港辦事處及本地註冊認可機構的中國內地分行及附屬公司。

專題 4
評估內地公司的信貸風險：基於香港銀行銀團貸款的證據

引言

由於近年來香港銀行業的中國內地相關貸款有所增長，評估內地公司借款人的信貸風險已成為分析香港的金融穩定情況的其中一個重要部分。本專題基於164間在香港上市的內地非金融類公司的樣本進行一項宏觀信貸風險分析。我們專注於這些內地公司的原因在於，根據公開資料顯示，他們是香港銀行的銀團貸款借款人。[62] 因此，透過研究這些公司的財務特徵，我們可更了解香港銀行的中國內地相關貸款的信貸風險。

我們必須在開始時指出，是次評估存在兩個限制。其中最明顯的是，對香港銀行的內地借款人的識別遠非完善，因為「銀團貸款借款人」組樣本只涵蓋香港銀行的全部內地借款人當中的一部分。其次，是次評估僅能反映宏觀層面的情況，而未必能反映個別銀行層面的情形，因為各間銀行的中國內地相關貸款組合可能與本分析所使用的樣本存在重大差異。

我們首先評估一些常用的信貸風險指標，以對銀團貸款借款人組作出分析。評估結果將與其他在香港上市的內地非金融類公司樣本得出的相應市場平均值（以下稱為基準組）作比較。通過這方法，我們可大致了解香港銀行業在銀團貸款市場中對內地公司的風險承擔，與基準組比較而言是較少或較多。

主要財務比率分析

a. 槓桿

圖B4.1顯示兩組內地公司各自的平均槓桿比率（指公司按資產規模加權計算的平均債務與資產比率）。雖然自全球金融危機後，兩組公司的槓桿比率均呈現上升趨勢，但銀團貸款借款人組的平均槓桿比率顯著低於基準組的比率，且自2016年以來有明顯的去槓桿跡象。

圖 B4.1
平均債務與資產比率



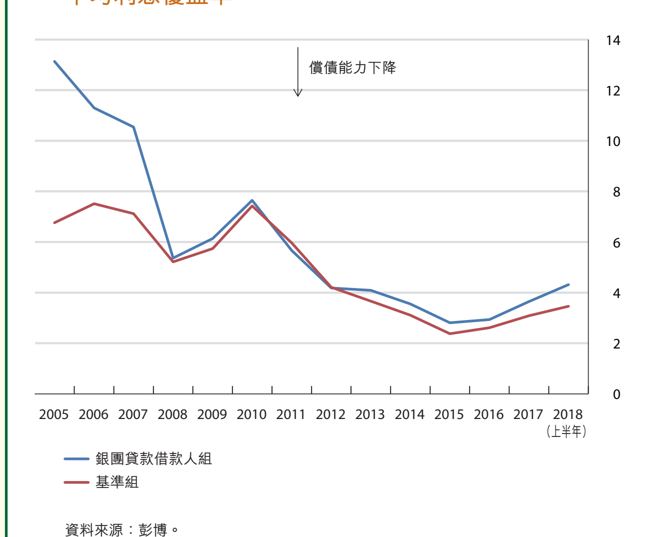
資料來源：彭博。

62 樣本選擇程序如下：(1)我們首先識別一組已在銀團貸款市場向香港銀行借款至少一次的內地非金融類公司（按其所承擔之國家風險或其註冊地劃分）。(2)就並非在香港公開上市的借款人，我們在分析中使用其在香港上市的母公司的財務特徵。(3)若直接借款人或其母公司均不在香港上市，則會從我們的分析中移除。

b. 償債能力

圖B4.2顯示兩組內地公司各自的平均利息覆蓋率(按息税前利潤除以利息支出總額計算),這是常見於衡量償債能力的指標。自全球金融危機後,內地公司的平均利息覆蓋率普遍下跌,與槓桿比率的上升趨勢一致。然而,利息覆蓋率於2015年見底回升,銀團貸款借款人組的比率尤其顯著。

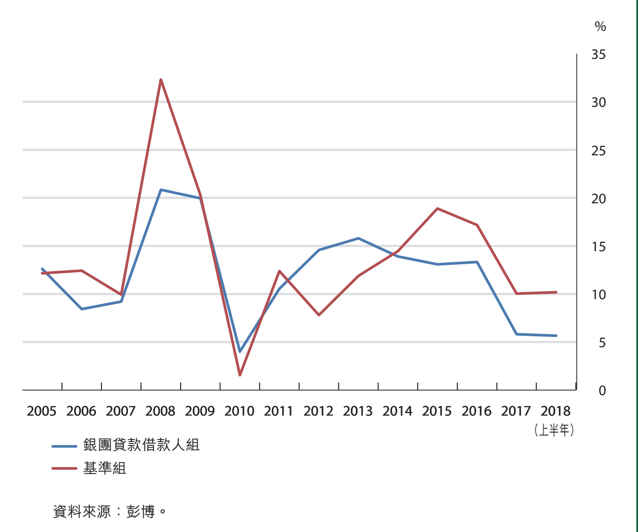
圖B4.2
平均利息覆蓋率



資料來源:彭博。

近年來,內地公司的風險負債比率亦顯著改善,該比率計算盈利不足以覆蓋利息支出的公司(即利息覆蓋率低於1的公司)的債務與該組公司債務總額的比率。雖然基準組的比率由2015年的近期峰值19%下跌近半至2018年上半年的10%(圖B4.3),但銀團貸款借款人組的比率的改善更為明顯,由13%下降至6%。

圖B4.3
風險負債比率

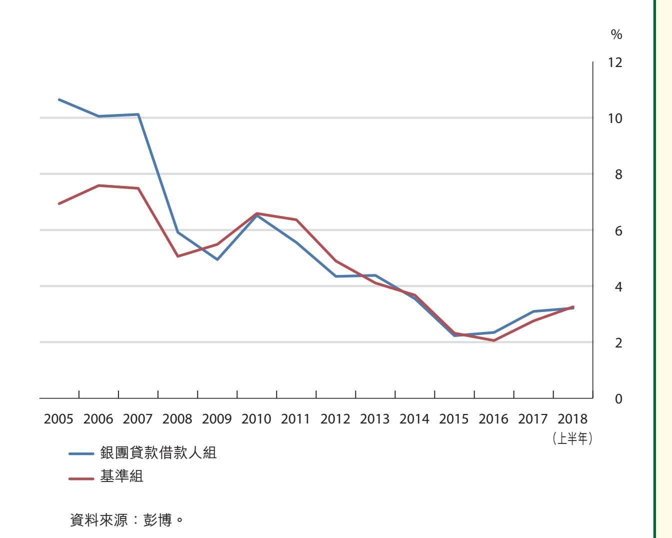


資料來源:彭博。

c. 盈利

近年來,內地公司的盈利亦呈現復甦跡象。具體而言,自2016年以來,它們的平均資產回報率持續改善(圖B4.4)。儘管它們的平均資產回報率仍低於長期平均值,但盈利的改善可增加這些公司抵禦衝擊的能力。

圖B4.4
平均資產回報率

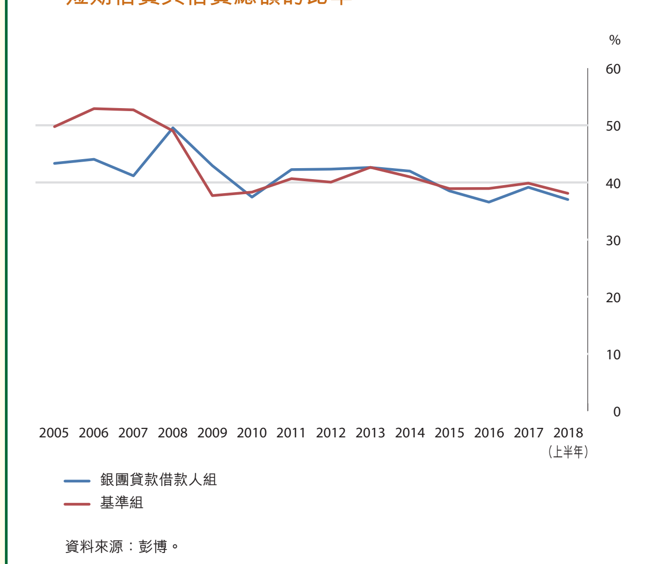


資料來源:彭博。

d. 短期融資風險

有意見認為，很多內地公司可能過度倚賴短期債務，當資金流動性狀況趨緊時，這些公司更容易有再融資風險。然而，短期借貸與借貸總額的比率（圖B4.5）並未顯示內地公司對短期債務的倚賴程度已達到警戒水平。而事實上，近年來兩組內地公司的比率均呈現小幅下跌。

圖B4.5
短期借貸與借貸總額的比率



資料來源：彭博。

對內地公司信貸風險的實證評估

迄今為止的評估顯示，在香港上市的內地公司的信貸風險指標近年來普遍呈現改善跡象，儘管部份指標的改善幅度較小。此外，透過比較兩組內地公司的信貸風險指標而得出的結果顯示，銀團貸款借款人組的平均信貸風險或較市場平均值為低。

為理解銀團貸款借款人組較良好的財務特徵對減低信貸風險作出多大程度的貢獻，我們應用一個以公司和年度製定的面板數據組迴歸模型解釋內地公司的1年違約概率[63]的變化。我們基於估計結果分拆出不同因素對1年違約概率的影響。

該模型中考慮的因素包括上一節討論的數項信貸風險指標。[64]該模型亦加入行業及時間虛擬變量，以分別控制與行業有關及宏觀經濟因素的影響。此外，該模型亦包括一個識別該公司為國有企業的虛擬變量[65]，以控制公司是否為國有企業對違約概率的潛在結構性差異。最後，模型加入了一個識別該公司為銀團貸款借款人的虛擬變量（即虛擬變量^{HKBK_LOAN}）。[66]該虛擬變量的估算系數可反映在控制前述所有因素後，銀團貸款借款人樣本與其他內地公司比較，信貸風險較低還是較高。理論上，該估算系數可反映銀行在審批銀團貸款時考慮的非財務因素（例如，銀行根據內地公司的管理質素及企業管治狀況作出的評估）對違約概率的影響。估算結果在表B4.A呈列。

[63] 我們根據彭博的違約風險模型獲取個別公司的1年違約概率。根據彭博提供的資料，為得出該違約概率，我們需首先使用標準Merton模型估算違約距離指數。然後，我們把實際違約率與估算的違約距離指數作非線性的配對，將該違約距離指數轉換為1年違約概率，這配對方法可應對標準Merton模型會出現低估違約可能性的情況。

[64] 為反映個別公司的風險負債，該模型加入了一個虛擬變量（虛擬變量$^{ICR<1}$），若公司的利息覆蓋率低於1，則取值為1，否則取值為0。

[65] 若上市公司為國有企業，則國有企業虛擬變量取值為1，否則取值為0。

[66] 若內地公司被識別為銀團貸款借款人，則該虛擬變量取值為1，否則取值為0。

表 B4.A
估計結果

解釋變量	1年違約概率
虛擬變量 ^{HKBK_LOAN}	–0.345***
債務與資產比率	0.028***
資產回報率	–0.022***
利息覆蓋率	–0.001*
虛擬變量 $^{ICR<1}$	0.813***
短期債務與借貸總額的比率	0.008***
行業虛擬變量	已計及
國有企業虛擬變量	已計及
時間虛擬變量	已計及
經調整 R^2	0.216
樣本數目	4,412

註：***、**、* 表示估計系數分別有1%、5%及10%的統計顯著水平。其中的假設檢定使用在公司層面群集標準誤差所計算。

有兩項實證結果值得重點指出。首先，所有解釋變量的系數均在統計上結果顯著，並且與預期方向相符。這表明，上一節討論的所有信貸風險指標對內地公司的1年違約概率具備充足的解釋能力。如圖B4.1至B4.5所示，銀團貸款借款人組的財務特徵較基準組相對穩健，而通過粗略推算發現，這些因素合共令銀團貸款借款人組的平均估計違約概率較基準組低20個基點，當中以債務與資產比率的貢獻最大。[67] 由於截至2018年6月底的銀團貸款借款人組的平均違約概率約為0.83%，該較低的概率估值在經濟層面上具顯著意義。

其次，識別公司為銀團貸款借款人的虛擬變量的估算系數為負值，且在統計上結果顯著。一個可能的解釋是，銀行在審批銀團貸款予內地公司時，其中考慮的非財務因素如企業管治等，可能對違約概率的下降貢獻最多35個基點。[68]

結論

本研究透過評估在香港上市的內地公司的一組廣泛的主要財務特徵，發現向香港銀行舉借銀團貸款的內地公司的信貸風險低於同業公司。我們亦發現，這些借款人的信貸風險較低的部分原因出於財務特徵以外的因素。這可能部分反映銀行在審批銀團貸款時考慮的非財務因素（例如管理質素及企業管治）的影響。整體而言，研究結果表明香港銀行業（至少就銀團貸款組合而言）的貸款組合較少涉及風險較高的內地公司。這些結果所帶出的其中一個關鍵意義，是儘管槓桿比率通常被視為衡量企業部門風險時最主要（或唯一）的指標，但我們應考慮一組更廣泛的指標，包括非財務因素的指標，方能更全面地作出評估。

[67] 具體而言，我們將表B4.A中的系數乘以2018年6月底銀團貸款借款人組與基準組之間的平均比率差額。整體而言，債務與資產比率、虛擬變量 $^{ICR<1}$、短期債務與借貸總額的比率以及利息覆蓋率對銀團貸款借款人組的平均違約概率下降的貢獻分別為12.5個基點、7個基點、1個基點及0.1個基點。相比之下，由於銀團貸款借款人組的平均資產回報率略低於基準組，資產回報率對違約概率上升的貢獻為0.1個基點。

[68] 另一個可能原因是風險較低的內地公司較容易從不同的來源獲得外部融資，因此有較大機會成為香港銀行的借款人。然而，結果仍表明，銀行業在銀團貸款市場借出的貸款組合較少涉及風險較高的內地公司。

詞彙

總結餘

商業銀行在中央銀行開設的結算戶口及儲備帳戶的結餘總額。在香港，總結餘是指銀行為結算銀行同業的收支及銀行與金管局之間的收支而在金管局開設的結算戶口結餘的總額。總結餘代表銀行同業流動資金水平，是貨幣基礎的一個組成部份。

認可機構

根據《銀行業條例》獲認可經營接受存款業務的機構。香港實行三級銀行發牌制度，分為持牌銀行、有限制牌照銀行及接受存款公司。

最優惠貸款利率

銀行用作釐定貸款利率的基準利率。在香港，最優惠貸款利率是釐定按揭貸款利率的參考基準。

負債證明書

財政司司長根據《外匯基金條例》發出的證明書，由發鈔銀行持有，為其發行的銀行紙幣提供支持。

綜合消費物價指數

這是指香港的整體消費物價指數。政府統計處以不同開支範圍的住戶為對象編製3項不同的消費物價指數。甲類消費物價指數的對象是開支在較低範圍的住戶，約佔本港全部住戶50%；乙類消費物價指數的對象是開支在中等範圍的住戶，約佔全部住戶30%；丙類消費物價指數的對象是開支在較高範圍的住戶，約佔全部住戶10%。綜合消費物價指數是根據上述所有住戶的整體開支模式編製，以反映整體消費物價通脹。

綜合利率

綜合利率是指銀行帳冊上所有港元附息負債的加權平均利率。這些負債包括客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債務工具，以及港元不計息活期存款。綜合利率是根據約佔銀行體系總客戶存款九成的零售銀行所提供的資料編製。應注意綜合利率只反映平均利息支出，並未涵蓋借出貸款涉及的其他成本，如營運成本（如員工及租務支出）、信貸成本及對沖成本。

兑換保證

由中央銀行或貨幣發行局作出的承諾，表明會按某一固定匯率將本地貨幣兑換為外幣，或將外幣兑換為本地貨幣。在香港，金管局就每美元兑7.80港元的聯繫匯率作出強方及弱方兑換保證。根據強方兑換保證，金管局承諾會於

7.75匯率水平從持牌銀行購入美元；根據弱方兑換保證，金管局則承諾會於7.85匯率水平向持牌銀行沽出美元。在7.75至7.85的兑換範圍內，金管局可選擇進行符合貨幣發行局原則的市場操作，以令貨幣與外匯市場得以暢順運作。

兑換範圍

由弱方及強方兑匯保證匯率為上下限的美元兑港元的匯率範圍，金管局可以在這個範圍內選擇進行符合貨幣發行局原則的市場操作。

外匯基金票據及債券

金管局為外匯基金發行的債務工具，並由外匯儲備提供十足支持。金管局已承諾只會在有資金流入的情況下才發行新的外匯基金票據及債券，以確保增發的外匯基金票據及債券得到外匯儲備的十足支持。自1999年4月1日起，貨幣基礎可跟隨外匯基金票據及債券所支付的利息數額相應增加，而所付利息是透過增發外匯基金票據及債券來吸納。由於支持貨幣基礎的美元資產所得的利息收入已為外匯基金票據及債券所付的利息提供支持，因此這項新措施符合貨幣發行局的規定。

貨幣基礎

中央銀行貨幣負債的一部份。貨幣基礎最基本的定義是流通貨幣(銀行紙幣及硬幣)與銀行體系存放在中央銀行的結餘(儲備結餘或結算餘額)的總和。在香港，貨幣基礎包括負債證明書(作為發鈔銀行發行的銀行紙幣的支持)、政府發行的流通紙幣及硬幣、銀行在金管局開設的結算戶口的結餘，以及外匯基金票據及債券。

名義及實質有效匯率

這是反映港元相對於一籃子主要貿易夥伴貨幣的整體匯價指標。名義有效匯率是港元與香港的主要貿易夥伴的貨幣匯率的加權平均數。實質有效匯率通過調整名義有效匯率而得出，其中考慮了有關貿易夥伴經季節因素調整後的消費物價相對變動。

本報告全文可於金管局網站 **www.hkma.gov.hk** 查閱。

香港金融管理局
香港中環金融街8號國際金融中心2期55樓
電話: (852) 2878 8196
傳真: (852) 2878 8197
電郵: hkma@hkma.gov.hk
www.hkma.gov.hk

ISSN 2222-1522（網上版）